

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»
Институт экономики, управления и природопользования
Кафедра финансов

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой

подпись инициалы, фамилия
«____» _____ 20 ____ г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

ФОРМИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ ИНВЕСТОРА НА
ФОНДОВОМ РЫНКЕ

38.04.02 Менеджмент

38.04.02.13 Финансовый менеджмент

Научный
руководитель

подпись, дата

доцент С. В. Кропачев
должность, ученая степень

Выпускник

подпись, дата

А. М. Кудрин

Рецензент

подпись, дата

финансовый директор
должность

А.В. Скоробогатько
инициалы, фамилия

Красноярск 2017

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
1 Теоретические основы формирования инвестиционной стратегии	6
1.1 Характеристика инвестиционных стратегий на фондовом рынке.....	6
1.2 Факторы, влияющие на конъюнктуру фондового рынка.....	16
1.3 Понятие риска. Виды и управление рисками.....	22
2 Методический подход к формированию инвестиционной стратегии для инвестора.....	37
2.1 Поэтапная схема принятия решений инвестором.....	37
2.2 Порядок проведения фундаментального анализа.....	45
3 Применение методического подхода по формированию системы принятия решений.....	65
3.1 Макроэкономический и отраслевой фундаментальный анализ РФ	65
3.2 Построение стратегии инвестора по разработанной методике	79
Заключение	90
Список использованных источников	93
Приложения А-Б.....	97

ВВЕДЕНИЕ

На сегодняшний день российский фондовый рынок выходит из очередного кризиса. Однако сложная ситуация в мировой финансовой системе, а также геополитические проблемы не закончены.

Привлечение иностранных инвесторов в связи с введением санкций и значительным бегством капитала осложнено.

Многие российские инвесторы и иностранные поражены недавними потерями от инвестиций в российскую экономику, по причине снижения курса рубля и стоимости ценных бумаг российских компаний.

Таким образом, инвестор, в первую очередь заинтересован в стабильном доходе от инвестиций и возможности вовремя вывести инвестиции. Для удовлетворения данной потребности необходимо правильно построить инвестиционную стратегию и провести анализ.

Отсюда вытекает актуальность проводимой работы:

- долгосрочное планирование позволяет быть уверенным в своих инвестициях и не поддаваться на эмоциональное восприятие событий;
- согласно мировой практике, большинство успешных инвесторов - это не спекулянты, а расчетливые трейдеры, готовые к долгосрочному и системному инвестированию
- система решений является универсальной и позволяет работать по ней, как профессиональным трейдерам, так и частным.

Методики работы на фондовом рынке разрабатываются постоянно, они совершенствуются, включают все больше и больше аспектов.

Очевидно, что для современного инвестора в РФ создание системы принятия решений и анализа является важнейшим аспектом успешной работы.

Цель исследования заключается в разработке методического подхода по формированию системы принятия решений на фондовом рынке с учетом российской специфики.

Для достижения указанной цели в работе были поставлены следующие задачи:

1. Рассмотреть существующие стратегии инвесторов.
2. Проанализировать существующие способы оценки инвестиций на фондовом рынке.
3. Исследовать влияние внутренних и внешних факторов на фондовый рынок.
4. Разработать методический подход по формированию системы принятия решений с учетом выявленных особенностей.
5. Реализовать разработанную систему на примере Российского фондового рынка.

Объект исследования - решения инвестора в процессе работы на фондовом рынке.

Предмет исследования – методы анализа, используемые инвестором на рынке для достижения целей.

Научная новизна исследования заключается в развитии теоретических положений фундаментального анализа, а также в разработке методических и практических рекомендаций по повышению эффективности его использования для принятия инвестиционных решений с учетом специфики современного российского фондового рынка ценных бумаг.

В работе получены следующие результаты, отличающиеся научной новизной:

- обоснована необходимость учета специфики российского фондового рынка при использовании результатов фундаментального анализа в целях принятия инвестиционных решений;
- определены этапы принятия инвестиционных решений (комплексное изучение информации об эмитентах ценных бумаг, полученной с помощью результатов фундаментального и технического анализов, оценка сбалансированности имеющихся и приобретаемых активов, оценка рисков);

Для решения поставленных задач широко использовались методы технического, финансового и статистического анализа, а также метод сравнительного анализа.

Источниками информации послужили законодательные акты Российской Федерации, нормативные акты Федеральной службы по финансовым рынкам, а так же статистические и аналитические материалы Федеральной службы государственной статистики, информация ПАО для инвесторов. Так же активно использовались аналитические сборники крупнейших агентств в России: РА-Эксперт, РБК, Финам и другие. Теоретическая составляющая была получена из журналов и книг, а так же интернет порталов для трейдинга.

Структура работы определяется логикой темы и состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и приложений.

1 Теоретические основы формирования инвестиционной стратегии

1.1 Характеристика инвестиционных стратегий на фондовом рынке

Формирование инвестиционной стратегии для частного инвестора важнейшая проблема при работе на фондовом рынке. Стоит начать с самого понятия инвестирования, инвестора, его инвестиционной стратегии и перейти к ее видам на российском рынке.

Под инвестированием в широком смысле этого слова понимается вложение индивидом денежных средств в разного рода активы (не обязательно финансовые), имеющее целью получение прибыли в будущем. Инвестирование всегда сопряжено с неопределённостью и рисками: если инструменты выбраны неправильно, и вложения окажутся неэффективными, можно не только остаться без прибыли, но и понести финансовые потери. Соответственно, будущий доход инвестора, во-первых, не определен, а во-вторых, может быть отрицательным [11].

С этой точки зрения нельзя считать вкладчиков банков инвесторами, поскольку они получают фиксированный процент. А вкладчики ПИФов или люди, занимающиеся биржевой торговлей на фондовом рынке или на рынке FOREX – это, безусловно, инвесторы. Основной целью людей, работающих на фондовом рынке, то есть вкладывающих деньги в покупку акций, облигаций или паев инвестиционных фондов, является получение прибыли за счет роста курсовой стоимости их активов. Как правило, именно на разнице между ценой покупки и ценой продажи возникает доход инвестора. Тех из них, кто, работает на фондовом рынке и совершает биржевые операции на свой страх и риск, управляя либо собственными, либо доверенными им денежными средствами, мы будем называть трейдерами [21].

Трейдеры, в свою очередь, могут действовать на фондовом рынке пассивно или активно. В первом случае они долгосрочные инвесторы. Это люди, которые покупают ценные бумаги на длительный срок и могут держать

их у себя порою несколько лет. Возможность проигрыша ими первоначально вложенной денежной суммы практически равна нулю, за исключением случаев полного банкротства предприятия или мошеннических действий [1].

В то же время существуют и активные трейдеры, которым фондовый рынок предоставляет массу дополнительных возможностей, существенно повышающих рискованность их вложений, с одной стороны, но и одновременно позволяющих получить максимальную прибыль. Тех граждан, которые ориентируются преимущественно на краткосрочные вложения и прибегают к высоко рискованным инструментам, как правило, называют уже не инвесторами, а биржевыми спекулянтами. При росте фондового рынка на 40-50% за год, наиболее удачливым из них удастся извлечь прибыль в 500% и более. Однако при неблагоприятном стечении обстоятельств у них существует вероятность проиграть начальный капитал.

П.П. Кравченко, классифицируя рядовых участников фондового рынка, предлагает разделять активных трейдеров, еще и в зависимости от степени осознания ими риска биржевых операций.



Рисунок 1 – Классификация трейдеров на рынке

И тот и другой вид трейдеров-инвесторов имеет право на существование в любой экономической ситуации, у каждого из них существует своя стратегия.

Инвестиционная стратегия-система принятия решений инвестором на рынке, с целью получения прибыли в будущем. Таким образом, стратегия подразумевает определенную схему действий, совершаемых последовательно друг за другом в результате которых, так или иначе, инвестор в итоге формирует некий портфель активов [16].

Выбирая стратегию работы на рынке, инвестор в первую очередь должен ответить на несколько вопросов:

1. насколько он склонен рисковать?
2. сколько времени готов уделять торговле на бирже?
3. на какой срок намерен инвестировать свои средства?

И, исходя из этого, прийти к необходимой стратегии и определению набора инструментов анализа [7].



Рисунок 2- Виды стратегии инвестора

При активной стратегии инвестор открывает преимущественно краткосрочные и среднесрочные позиции, и может вывести средства из оборота частично или полностью практически в любой момент времени. Причем, активная стратегия предполагает с одной стороны более жесткий контроль текущих рисков, за счет ограничения размера убытков в каждой сделке, но с другой позволяет увеличить прибыль и как следствие риск, используя кредитные возможности брокера [12].

Рассмотрим особенности и правила данной стратегии. Во-первых, активная стратегия предполагает работу в основном с «голубыми фишками», т.е. с наиболее ликвидными акциями российского фондового рынка. Второй,

наиболее важный, фактор – активный инвестор имеет возможность работать с маржинальным плечом. Из этого автоматически следует третье правило – при активной стратегии направление движения рынка инвестора совершенно не интересует, он может с одинаковой эффективностью зарабатывать как на росте, так и на снижении, стоимости бумаг [12].

Основной инструмент для принятия решений в рамках активной стратегии – технический анализ, а главная задача – правильно определить точки «входа» и «выхода» на интересующем временном интервале [36].

Как правило, данная стратегия требует от инвестора уделять рынку достаточно внимания. Даже если выбранная тактика торговли подразумевает совершение не более одной сделки в неделю – желательно ежедневно отслеживать общую рыночную ситуацию, быть в курсе новостей, которые могут существенно повлиять на фондовый рынок и в целом держать руку на пульсе, дабы не упустить благоприятный момент для фиксации прибыли.

Необходимо отметить, что, работая в данной стратегии, возможно ограничить риск потерь за счет выставления стоп-приказов, т.е., к примеру, продать при условии снижении цены до определенного уровня.

Данная стратегия в большей степени интересна профессионалам, которые имеют значительный опыт, а так же готовы уделять много времени торговле. В период кризиса многие стараются именно так работать, однако данная стратегия сопряжена с высокими рисками и возможными потерями, а так же требует устойчивой психики, чего не имеют многие новички.

Инвестиционная стратегия основанием для выбора данной стратегии является отсутствие времени для совершения сделок и наличие «длинных» инвестиций, а так же желание сохранить свои нервы.

Для данной стратегии существует ряд особенностей и ограничений, которые необходимо учитывать при выборе. Во-первых, наилучшим образом инвестиционная стратегия работает при наличии глобального повышательного тренда, т.е. когда на рынке наблюдается устойчивый рост.

Во-вторых, немаловажным фактором является срок инвестирования, т.к. инвестиционные горизонты стратегии варьируются от полугода и выше. Иными словами, инвестор должен быть абсолютно уверен, что в течение как минимум полугода накопления не понадобятся на какие-либо другие, не связанные с биржевой торговлей, цели. В противном случае имеется шанс в момент вынужденного выхода из рынка закрыть позиции не в самой хорошей точке и не получить доход [24].

Третья особенность инвестиционной стратегии заключается в том, что инвестор не использует маржинальное плечо, а значит – зарабатывает только на росте фондового рынка.

Инвестор уделяет большое внимание оценке инвестиционной привлекательности выбранной компании, наибольшее значение при принятии решений о покупке или продаже для него имеют данные фундаментального анализа. Инструментами технического анализа он пользуется для того, чтобы определить точку открытия и закрытия позиции по уже выбранному инструменту [39].

В зависимости от отношения к риску в портфель можно включать не только голубые фишки, но и акции мало ликвидных недооцененных рынком компаний. Следует иметь в виду, что данная стратегия предполагает вложения на долгий срок и не требует уделять биржевой торговле много времени. При этом уровень риска подобной стратегии значительно возрастает, т.к. недооцененные рынком акции действительно имеют большой шанс вырасти в цене, однако точно сказать, когда это произойдет – невозможно. Выбирая подобную стратегию управления собственными средствами, следует очень серьезно проанализировать фундаментальные показатели недооцененной компании, а так же быть готовым к длительному периоду ожидания того дня, когда рынок обратит внимание на недооцененную акцию. Правда, и результаты этого ожидания порой впечатляют не меньше, чем результаты самой успешной активной стратегии.

Жесткая классификация стратегий существует на бумаге, однако реальная торговля вносит в них свои коррективы. С одной стороны инвестор не всегда в силах правильно определить свою личную склонность к риску, с другой в период кризиса ситуация не стабильна и фавориты рынка сегодня могут оказаться аутсайдерами завтра. В таких случаях наиболее эффективным будет скомбинировать различные стратегии в зависимости от конкретных условий каждого отдельно взятого инвестора. Так появляется смешанная стратегия биржевой торговли, включающая в себя черты, как активного трейдинга, так и инвестиционной стратегии [12].

Основные условия эффективности смешанной стратегии таковы:

1. Инвестор готов уделять биржевой торговле хотя бы несколько часов в неделю;
2. Инвестор четко представляет себе пропорциональное разделение средств в своем портфеле по срокам инвестирования.

Особенностью смешанной стратегии является так называемая диверсификация портфеля по стратегиям. Фактически, портфель инвестора делится на части, одна из которых инвестируется на длительный срок, другая – управляется активно. Здесь можно привести пример, когда часть средств направляется в недооцененные акции второго эшелона, а другая используется для активного трейдинга с голубыми фишками. Пропорции деления зависят от индивидуального решения каждого инвестора, однако на них накладываются стандартные ограничения по срокам инвестирования и по склонности к риску.

Основной инструмент при работе по смешанной стратегии фундаментальный анализ и технический анализ. В случае работы с неликвидными бумагами инвестор в первую очередь ориентируется на фундаментальный анализ, а технический использует только для поиска точки входа и выхода. В случае работы с высоколиквидными бумагами инвестор в равной степени работает с фундаментальным и техническим анализом, оценивая точку входа и выхода, а так же возможности периодического входа и выхода из позиции при наличии тренда [3].

Для работы на российском рынке применение стратегий в чистом виде проблематично по нескольким причинам:

1. Рынок обладает слишком высокой волатильностью, и основываться на прошлых данных для формирования ожидаемой доходности не представляется возможным.
2. Высокая волатильность не позволяет получить адекватные значения риска и применение спекулятивной агрессивной стратегии сильно осложняется.
3. Ситуация может меняться под действием политических факторов и тогда фундаментальные основы, перестают работать или значительно меняются.

В связи с этим, наилучшей стратегией является смешанная, основанная на следующих принципах:

1) Принцип диверсификации. Диверсификация вложений - основной принцип инвестирования. Это подразумевает не вкладывать все деньги в одни бумаги, каким бы выгодным это вложением вам ни казалось. Только такая сдержанность позволит избежать катастрофических ущерба в случае ошибки. Диверсификация уменьшает риск за счет того, что возможные невысокие доходы по одним ценным бумагам будут компенсироваться высокими доходами по другим бумагам. Минимизация риска достигается за счет включения в портфель ценных бумаг широкого круга отраслей, не связанных тесно между собой, чтобы избежать синхронности циклических колебаний их деловой активности. Оптимальная величина - от 8 до 15 различных видов ценных бумаг. Однако не стоит забывать что, расходы по управлению излишне диверсифицированным портфелем не принесут ожидаемого результата, так как его доходность не будет возрастать более высокими темпами, чем затраты по управлению портфелем [29].

2) Принцип достаточной ликвидности Он состоит в том, чтобы поддерживать долю быстрореализуемых активов в портфеле не ниже уровня, достаточного для проведения неожиданно подворачивающихся высокодоходных сделок и удовлетворения потребностей клиентов в денежных

средствах. Практика показывает, что выгоднее держать определенную часть средств в более ликвидных (пусть даже менее доходных) ценных бумагах, зато иметь возможность быстро реагировать на изменения конъюнктуры рынка и отдельные выгодные предложения. Кроме того, договоры со многими клиентами просто обязывают держать часть их средств в ликвидной форме.

Представленные принципы характерны для портфельной инвестиционной теории [7].

Методы, основанные на портфельной теории, получили развитие во второй половине 20 века. Марковиц Гарри-Макс - американский экономист, лауреат Нобелевской премии (1990). По окончании Чикагского университета исследовал проблемы экономической теории, увлекся трудами Дж. Маршака, М. Фридмана и Л. Севиджа. Его магистерская диссертация 1950 года посвящённая изучению возможности внедрения математических методов в анализе фондовых рынков, была основой для дальнейшего развития теории портфеля.

Когда рынок близок к эффективному, теория портфеля оказывается лучшим подходом к инвестиционному анализу на фондовом рынке. Однако необходимо отметить, что применение портфельного анализа на российском фондовом рынке ввиду наличия необходимых допущений представляется проблемным. Основная сложность заключается в определении распределения вероятностей будущих доходностей финансовых инструментов. На практике оценку математического ожидания и доходности предлагается определять на основе параметрической модели рынка, так как вероятностная модель рынка является идеализированным, теоретическим понятием [7].

Однако в условиях высоковолатильных, непредсказуемых, подверженных рискам применения инсайдерской информации рынках, оценку ожидаемой доходности на основе данных о доходности актива в прошлом нельзя признать репрезентативной, так как усреднение высоковолатильного ряда значений доходности приводит к получению низких значений ожидаемой доходности по

отношению к величине стандартного отклонения доходности (риска), и, как следствие, к высокому значению соотношения «риск/доход».

Применение портфельного анализа представляется возможным на рынках с относительно низким уровнем волатильности и достаточным количеством ликвидных активов, попарные значения корреляций, доходности которых имеют отрицательные значения, что позволяет проводить эффективную диверсификацию портфеля ценных бумаг.

Доходности российских акций являются высоко коррелированными по отношению друг к другу. Наличие большого количества инструментов фондового рынка с показателями отрицательной корреляции их доходностей позволяет осуществлять эффективную диверсификацию в рамках современной портфельной теории, тогда как обратная ситуация ее осложняет. Таким образом, применение методов современной портфельной теории на российском фондовом рынке может быть эффективным только на рынке инструментов с фиксированной доходностью, ввиду его относительной стабильности и предсказуемости, по сравнению с рынком акций.

Другая проблема портфельной теории-сложность для понимания и анализа частному инвестору, расчет показателей и долей портфеля требует экономических и математических познаний, а так же много времени [29].

Делая промежуточные итоги, выше были рассмотрены стратегии, при которых трейдер работает на одном рынке и одной бирже, однако существуют стратегии, не требующие анализа и специальных инструментов. К таким стратегиям относятся: арбитраж и хеджирование.

Арбитраж – одновременное совершение операций противоположного направления на эквивалентное количество базового актива на споте и срочном рынке [25].

Использование рынка фьючерсных контрактов предоставляет широкие возможности по проведению высокодоходных операций при ограниченном риске. Одним из примеров может послужить арбитражная операция на спредах

между спотовым рынком (например, секция фондового рынка Московской Биржи) и фьючерсами (срочный рынок РТС – FORTS), т.н. «раздвижках».

Различия в ожиданиях участников рынка относительно изменений цен базового актива в будущем, а также процентных ставок на различные периоды приводят к тому, что цены на фьючерсный контракт и базовый актив постоянно колеблются друг относительно друга (цены у них то «сходятся», то «расходятся»), в результате чего возникает возможность проведения арбитражных операций [27].

Суть арбитражных стратегий на «раздвижках» состоит вот в чём: трейдер одновременно продает фьючерсный контракт и покупает спот (продажа спрэда) на «расхождении»; после того как спред сокращается, трейдер совершает обратную операцию: покупает фьючерсный контракт и продает спот (покупка спрэда). При этом разницу в ценах продажи и покупки спрэда трейдер получает в любом случае, независимо от колебания цен на рынке.

Хеджированием называется практика заключения на фьючерсной или опционной бирже срочных сделок на продажу или покупку валюты или ценных бумаг для страхования от предполагаемых в будущем колебаний цен или процентных ставок.

Сущность хеджирования заключается в покупке или продаже фьючерсных или опционных контрактов одновременно с продажей или покупкой базисного актива с тем же сроком поставки, а затем проведения обратной операции с наступлением дня поставки. Хеджирование способно оградить хеджера от больших потерь, но в то же время либо полностью лишает его возможности воспользоваться благоприятным развитием конъюнктуры, либо снижает его прибыль.

Хеджирование бывает полным или частичным. Полное хеджирование полностью исключает риск потерь, частичное хеджирование осуществляет страховку только в определенных пределах. Для хеджирования своей позиции инвестор должен определить размер возможных расходов и необходимое число контрактов, которое требуется купить или продать. Так как хеджирование

является делом дорогим и сложным, то требуется проведение большого объема вычислений при оценке полных расходов на хеджирование и при сравнении альтернативных способов хеджирования.

Обобщая все выше сказанное, отметим что, стратегии применяемые на фондовом рынке имеют различные цели, могут быть универсальными и специализированными для конкретного периода, одни требуют существенных временных затрат и анализа, другие опираются на высокий риск и доходность.

1.2 Факторы, влияющие на конъюнктуру фондового рынка

Конъюнктура рынка - ситуация на рынке, сложившаяся на данный момент или за какой-то промежуток времени под воздействием совокупности факторов.

Все факторы можно разделить на 2 большие категории: внутренние и внешние (рисунок 3).



Рисунок 3– Внешние и внутренние факторы влияющие на ФР РФ

Оценивая вклад в движение и тенденции рынка РФ стоит сказать, что внешние факторы имеют определяющее значение. Это обусловлено сразу несколькими причинами:

1. Высокая зависимость российской экономики от цен на энергоносители.
2. Спекулятивный настрой игроков фондового рынка РФ
3. Зависимость экономики от курсов доллара, евро и золота
4. Высокая закредитованность корпоративного сектора в зарубежных банках
5. Напряженность отношений с США и Европой

На фоне существенных внешних факторов, внутренние факторы не могут в полной степени повлиять на движение рынка и выступают в роли вторичных. Однако именно внутренние факторы будут играть значительную роль после типично резкого для кризиса падения.

Более подробно и детально внешние и внутренние факторы будут рассмотрены во второй главе.

Здесь же стоит подробнее рассмотреть экономические циклы, учёные выделяют следующие виды циклов [31]:

-Длинные циклы Кондратьева продолжительностью 40-60 лет: их главной движущей силой считаются радикальные изменения в технологической базе общественного производства, его структурная перестройка, старение и обновление основных фондов.

-Циклы Кузнецова (воспроизводственные, строительные, циклы недвижимости) – их продолжительность составляет примерно половину цикла Кондратьева, то есть около 20 лет, а движущими силами являются сдвиги в воспроизводственной структуре производства.

-Циклы Жуглара периодичностью 7-11 лет (примерно половина цикла Кузнецова) являются итогом взаимодействия многообразных денежно- кредитных факторов.

-Циклы Китчина - 3-5 лет, порождаются динамикой относительной величины запасов товарно-материальных ценностей на предприятиях.

-Частные хозяйственные циклы, охватывающие период от года до 12 лет и существующие в связи с колебаниями инвестиционной активности [32].

По поводу причин циклических колебаний экономики каждая экономическая школа имеет своё объяснение. Одной из ранних теорией циклических колебаний в экономике является теория Карла Маркса, который обнаружил связь трансформации капитала с процессами массового обновления основных фондов, обусловленного в свою очередь средним сроком функционирования промышленного оборудования, которое, в связи с появлением новых технологий, заменяется на более прогрессивное.

На мой взгляд монетарная (неоклассическая) теория Ф. Хайека более точно и современно описывает первопричины циклов:

-Причинами сбоев экономики и её цикличности являются избыточное или недостаточное инвестирование. Причиной недостаточного инвестирования может быть избыточное потребление населения в ущерб сбережениям. Кризиса можно избежать, если развитие производственной структуры происходит посредством добровольных сбережений населения. Если финансы сначала направляются на производство капитальных благ, затем капитальные блага создаются, финансы возвращаются и направляются на потребление вновь созданных товаров, то кризис наступить не может.

-Циклы формирует пагубная кредитно-денежная экспансия, проводимая банковской системой, которая осуществляется посредством воздействия на экономику основными инструментами денежно-кредитной политики центрального банка. Непосредственным фактором, вызывающим переход от бума к кризису, является отказ финансовых институтов от дальнейшего расширения кредитов, а также каких-либо дополнительных вливаний денег в осуществляемые проекты. В условиях кредитной экспансии банков, происходит расширение потребительского кредитования населения и искусственный потребительский бум. В условиях недофинансирования первичных средств

производства из-за отсутствия сбережений населения и направления на потребительские кредиты денег, которые должны были пойти на инвестиции в производство, происходит стагнация производства капитальных благ [14].

-Вовсе не недостаточная покупательная способность денег, а тенденция к стабилизации покупательной способности путем увеличения их количества полностью противоречит фундаментальным принципам экономической стабильности и ведет к дестабилизации и кризису.

Помимо экономических теории существует также психологическая теория, трактующая цикл как следствие охватывающих население волн пессимистического и оптимистического настроения (Лигу, Беджгот и др.)

Несмотря на разнонаправленный научный поиск, цикличность экономик остаётся реальностью. Исследования демонстрируют наличие связи между динамикой фондовых рынков и экономическими циклами. Я. М. Миркин выделяет длинные волны на рынке ценных бумаг и считает их обусловленными длительными волнами, в рамках которых развиваются рыночные экономики. Можно выделить 4 волны в мировой экономике XX века.

Первая волна началась с середины 90-х годов XIX века экономическим подъёмом, который продолжался до 1914-1916 годов, и завершилась послевоенным спадом в 1917-1921 годах. Я.М.Миркин наблюдал движение фондовых рынков следующих стран: США, Великобритании, Канады, Австралии, Японии, Германии и еще 9 стран Европы. Оказалось, что рынки шли синхронно с экономикой, повторяя волнообразное движение. Из существующих тогда рынков, по которым сохранились данные, на подъёме экономики росли рынки США, Австралии, Франции, Испании, и только рынки Великобритании и Германии переживали спад. В период падения 100% рынков двигались синхронно вниз.

Вторая волна началась экономическим подъёмом 20-х годов и сменилась Великой депрессией, военной экономикой и спадом 40-х годов. При подъёме из 15 вышеупомянутых рынков не росли только 5: Япония, Италия, Дания, Нидерланды, Норвегия. Все остальные имели повышательную конъюнктуру.

При спаде в экономиках только рынки Норвегии и Швейцарии росли, остальные 13 рынков падали.

Третья волна началась ростом индустриальных экономик в 50-е и 60-е годы и завершилась спадом 70-х годов и переходом к новой валютной системе. В 50-е годы из 15 стран единственным падающим рынком была Норвегия, в 60-е к ней присоединились Франция, Италия, Бельгия, Дания, Нидерланды. В 70-е годы на фоне стагнации экономики негативную динамику имели все рынки, кроме Японии.

Четвёртая волна началась с роста экономик в 80-е и 90-е, сменилась кризисами конца 90-х и, возможно, ещё не закончилась. В 80-е 100% изучаемых рынков двигались однонаправленно, в 90-е начался спад на рынках Японии, Франции, Италии, Испании, Дании. В 2008г. крах фондовых рынков был общемировым. Таким образом, динамика рынков акций производна от долгосрочных экономических циклов.

Экономические циклы не одинаковы для всех стран, в основном можно выделить 2 группы: развивающиеся и развитые. Цикличность стран внутри группы будет близкой друг к другу.

На развивающиеся страны, в том числе и Россию, как было сказано выше сильное влияние оказывают внешние факторы.

Основными признаками развивающейся страны являются:

1. Колониальное или полуколониальное прошлое
2. Аграрно-сырьевая направленность экономики
3. Многоукладность экономики: доиндустриальный тип производства соседствует с индустриальным и постиндустриальным
4. Неоднородность социальной структуры общества
5. Низкое качество рабочей силы
6. Социальное напряжение
7. Зависимость от стран с развитой рыночной экономикой, в особенности от иностранных кредитов

Таким образом, очевидно, что развивающиеся страны имеют существенные проблемы, которые тормозят их развитие и привлекательность для инвестиций.

Страны с развитой экономикой (СРЭ) имеют высокий уровень развития материального и нематериального производства. ВВП на душу населения составляет не менее 12 тыс. долл. по ППС. В отраслевой структуре ВВП этих стран доминирует сфера услуг (более 70%). Это значит, что страны с развитой экономикой находятся на постиндустриальной стадии производства.

Высокого развития достигла инфраструктура (связь, транспорт, финансовые услуги, торговля и обслуживание и т. д.), а также блок социальных услуг (здравоохранение, образование, спорт и т. д.).

Получают развитие высокотехнологичные отрасли (high tech), для которых характерны низкая материало- и трудоемкость и высокая доля затрат на НИОКР, а также soft-отрасли, осуществляющие производство технологичных услуг (программное обеспечение, консалтинг и т. д.). Более того, от производства товаров и услуг массового спроса эти страны переходят к производству и реализации нововведений, что позволяет говорить о создании контуров "новой экономики", основанной на качественном изменении в технологии и управлении производства и потребления.

Основой международной конкурентоспособности страны становятся научные знания и кадры. Инновационное развитие этих стран проявляется в производстве и коммерческом использовании качественно новых благ, применении новых способов производства (технологий), освоению новых рынков сбыта и новых источников сырья. Становление информационной экономики, основанной на знаниях, позволяет этим странам концентрировать в своих руках международную ренту (прибавочную стоимость), что приводит к ситуации, когда богатые страны богатеют, а бедные беднеют.

Страны с развитой рыночной экономикой доминируют в мировой торговле, занимая наиболее прибыльные ниши товаров глубокой переработки,

услуг и объектов интеллектуальной собственности (патенты, товарные знаки, лицензии и т. д.).

Такие страны стабильно и плавно развивают экономику, инвестиции приносят стабильный доход, за счет диверсифицированной экономики, страна с легкостью переносит кризисы в отдельных отраслях.

Исходя из теории циклов и делении стран, можно только составить общее представление о дальнейших перспективах рынка, но для более четкого понимания необходим макро и микро анализ.

1.3 Понятие риска. Виды и управление рисками

Риск – это вероятность наступления неблагоприятного события, а деятельность в условиях риска – это количественно определенный образ действий в условиях неопределенности, ведущий в конечном результате к преобладанию успеха над неудачей.

Классификация рисков необходима для четкого структурирования проблемы, влияет на анализ ситуаций и выбор системы эффективного управления. При современном многообразии ситуаций и проблем возникает необходимость каждый источник неопределенности обозначать своим видом риска. По мере рассмотрения проблемы, установления различных измерителей риска, часто вводят в употребление виды рисков, связанные с конкретным аспектом проблемы или параметром. Классификация рисков напрямую зависит от сложившегося восприятия риска и точки зрения общества, что может привести к переходу риска из одного вида в другой.

Классификация рисков по:

- связи с другими рисками: некоррелированный - коррелированный, замещаемый - незамещаемый, первичный — вторичный, сложный, состоящий из нескольких видов рисков;
- оценке масштабов последствий: катастрофический, критический, значительный, умеренный, незначительный, малый;

- возможностям управления: явный, скрытый, измеримый, неизмеримый, прогнозируемый, непрогнозируемый, передаваемый, непередаваемый, управляемый, неуправляемый, прямой, косвенный;

- по источнику риска: систематический (так называемый бета-фактор, т.е. источником риска являются факторы, присущие системе, например биржевому рынку акций в целом) и индивидуальный (альфа-фактор, источником риска являются факторы, присущие данному индивидуальному объекту);

- по экономическим последствиям для хозяйственной единицы: риск разорения, риск потери капитала, риск потери дохода, риск упущенной прибыли неэффективных инвестиций.

Обычно выделяют девять основных видов рисков, которые оказывают негативное влияние на фондовый рынок:

- риск наложения ареста или взыскания на денежные средства клиентов при аресте денежных средств брокера;

- кредитные риски, связанные с осуществлением маржинальной торговли;

- риск банкротства кредитной организации, в которой открыты счета организаций, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность;

- риски, связанные с использованием брокером денежных средств клиентов в своих интересах;

- риски, связанные с низким уровнем капитализации организаций, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность;

- риски, связанные с несовершенством системы аттестации руководителей и специалистов профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- риски, связанные с осуществлением срочных сделок;

- операционные риски.

Риски, связанные с осуществлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг можно представить в виде схемы:

По степени глобальности проблемы можно выделить два основных вида риска, которые несут брокеры-дилеры:

Систематический риск - риск падения всего рынка ценных бумаг. Этот риск не связан с конкретной ценной бумагой, его величину нельзя изменить, применяя тактику диверсификации. Источниками такого риска может быть неустойчивость политической системы, действия государственных органов, изменения в действующем законодательстве, форс-мажорные обстоятельства. Анализ этого вида риска сводится к вопросу, а стоит ли вообще вкладывать в портфель ценных бумаг, или стоит иметь дело с другими формами инвестиций.

Несистематический риск - объединение всех видов риска, связанный с конкретной ценной бумагой, квалификацией операторов, работающих с ценными бумагами, применяемой расчетной системы. Этот риск диверсифицируется и понижается различными методами и действиями на рынке ценных бумаг.

Страновой риск - риск вложения в ценные бумаги стран с нестабильным фондовым положением (анализируется политическая стабильность, отношение к иностранным инвестициям и прибылям, вероятность и степень девальвации валюты, состояние платежного баланса, налоговый климат и т.д.). Страновой риск включает в себя риск потерь в связи с официальными действиями властей, выражающимися в отказе в выполнении обязательств по ценным бумагам в связи с внешнеэкономическими и другими причинами (мировые кризисы, изменение цен на стратегические продукты), масштабные социально-политические изменения, природные бедствия. Также этот вид риска включает в себя риск неперевода средств по ценным бумагам заемщика, выраженным не в его национальной валюте.

Политический риск - вероятность того, что изменение законодательных или регулирующих актов внутри страны или за ее пределами окажет негативное влияние на прибыль, операции и перспективы фирмы; политический риск связан не только с конкретной страной, но и соседними странами, регионом и даже геополитикой.

Политический риск - это неопределенность доходности иностранных финансовых активов, связанная с возможным ущемлением интересов инвесторов правительством страны эмитента. Проявляет себя при инвестировании в ценные бумаги компаний, чьи доходы напрямую или косвенно связаны с деятельностью в нестабильных регионах, например, регионы Юго-Восточной Азии, Южной Америки и России.

Правовой риск - риск потерь от потенциальной незаконности или неадекватной документированности сделки; риск совершения сделок не имеющим полномочий лицом; риск правовой неурегулированности проблем и ситуаций, возникающих в профессиональной деятельности брокера-дилера, риск изменения уже существующей законодательной базы, риск слишком длительного рассмотрения дел в суде.

Инфляционный риск - риск того, что получаемые инвестором доходы обесценятся вследствие инфляции.

Валютный риск - риски, связанные с вложениями в валютные ценные бумаги из-за изменения курса иностранной валюты.

Кредитный риск - риск неуплаты заемщиком (эмитентом) основного долга и процентов, причитающихся кредитору (инвестору) в установленный условиями выпуска ценной бумаги срок. Он наступает по долговым ценным бумагам и по привилегированным акциям. Кредитный риск возникает при неспособности или нежелании эмитента действовать в соответствии с условиями эмиссии, при невыполнении обязательств по свопам, опционам, а также в период урегулирования расчетов по ценным бумагам. Кредитные организации всегда подвергаются кредитному риску, когда они получают или предоставляют кредит, заключают контракт на внебиржевом рынке. Этот риск можно минимизировать риск-менеджментом и контролем за предоставляемым обеспечением, внесением маржевых платежей или хеджированием (например, через кредитные деривативы).

Разновидностью кредитного риска является риск контрагента, который заключается в возможности того, что другие участники рынка не смогут

выполнить своих обязательств по договору (например, клиринговая палата не выполнит гарантий по расчетам за сделки)

Процентный риск - риск изменения процента, в результате влияния кредитного, валютного и иных секторов финансового рынка на рынок ценных бумаг.

- риск ухудшения финансового положения брокера-дилера в результате неблагоприятного изменения уровня рыночных процентных ставок.

- риск того, что цена активов упадет из-за роста нормы процента

- неопределенность дохода от ценной бумаги с фиксированным доходом, возникающая вследствие неожиданных колебаний стоимости актива из-за изменений процентной ставки.

Разновидностью процентного риска можно назвать ре-инвестиционный риск - неопределенность доходности актива с фиксированным доходом, порождаемая непредсказуемостью процентной ставки, по которой доходы от актива могут быть реинвестированы.

Последствиями от наступления процентного риска является: 1) сокращение разницы между процентами полученными и уплаченными, получение процентного убытка вместо процентного дохода; 2) снижение настоящей стоимости активов брокера-дилера, оцениваемых на основе будущих денежных доходов, формируемых как разница процентов полученных и уплаченных.

Например, если Комитет по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системе США повышает ставку по федеральным фондам, то это сразу сказывается на стоимости так называемых ценных бумаг с фиксированным доходом – долговых обязательств государства и облигациям компаний с ростом ставки - стоимость этих бумаг пропорционально уменьшается.

Риск ликвидности - делится на риск ликвидности брокера-дилера: определяется его неспособностью финансировать принятые позиции по сделкам с ценными бумагами, когда наступают сроки их ликвидации, покрывать денежными ресурсами денежные требования контрагентов, а также требования обеспечения.

И на риск ликвидности ценных бумаг как активов: определяется способностью брокера-дилера ликвидировать активы на различных сегментах финансового рынка. Риск ликвидности возникает тогда, когда наступает необходимость закрыть позиции, то есть продать ценные бумаги, а ситуация такова, что на данные ценные бумаги нет спроса и их не удастся продать по заданной цене.

Рыночный риск - риск возникновения у брокера-дилера финансовых потерь вследствие изменения рыночной стоимости торгового портфеля, включая инструменты "РЕПО". Этот риск возникает также и по ценным бумагам, номинал которых выражен в иностранной валюте, вследствие изменения курсов валют. Рыночный риск это риск того, что позиция брокера-дилера не будет настолько прибыльна, как этого ожидал инвестор, или будет убыточна в связи с колебаниями рыночных ставок или цен. Этот риск резко возрастает в периоды кризисов на соответствующих рынках. Вариантами регулирования этого риска может быть непрерывное приведение позиций к состоянию рынка, мониторинг лимитов, хеджирование сделок. Рыночный риск связан с неопределенностью колебаний рыночной конъюнктуры: ценовыми и курсовыми (валютными) рисками, процентным риском, ликвидностью, с чувствительностью к этим колебаниям. Часто рыночные риски называют техническими по ассоциации с техническим анализом, применяемым для исследования и прогнозирования цен, курсов, объемов и иных индикаторов, связанных с рынком.

Риск потери репутации брокера-дилера - риск возникновения отрицательного мнения о деятельности брокера-дилера в целом, которое приведет к потере клиентами доверия к брокерско-дилерской компании, большим потерям в привлечении клиентов, а значит, и денежных средств. Риск потери репутации брокера-дилера возникает, в частности, при нарушениях ликвидности, из-за операционных сбоев, неспособности действовать в соответствии с законами и инструкциями, а также при подозрении в связях с криминальными структурами или в легализации доходов, полученных незаконным путем.

Операционный риск - это приводящий к финансовым потерям риск ненадлежащего функционирования процедур совершения операций и управленческих систем. Этот риск включает в себя:

- риск технических нарушений в функционировании систем
- риск человеческих ошибок, небрежность
- риск потерь в связи с нарушениями в системе управления и внутреннего контроля брокера-дилера (неидентифицируемые превышения лимитов, трейдинг с нарушением полномочий, мошенничество в трейдинге или бэк-офисе)
- риск, связанный с пожарами и природными бедствиями, и, следовательно, существенные сбои в операционной системе
- ошибки исполнения в результате непонимания действий другой стороны.

Операционный риск может контролироваться за счет жестких управленческих процедур, включающих адекватный внутренний контроль в области учета, внутренний аудит, четкие лимиты, установленные персоналу, политику в области менеджмента и контроля рисков, четкое разделение трейдинга и бэк-офиса.

Риск диверсификации - возникает при покупке ценных бумаг одной двух компаний. В случае если стоимость ценной бумаги резко упадет, а эта ценная бумага составляет практически весь портфель инвестора, то его убытки будут катастрофичными. Этот риск можно минимизировать, приобретая ценные бумаги разных компаний, причем таких, которые представляют различные сектора рынка. В этом случае падение одних бумаг может компенсироваться ростом других, что позволит снизить диверсификационный риск.

Выше рассматривались риски, которые присущи рынку ценных бумаг в целом и должны учитываться профессиональными участниками. Рассмотрим риски, которые присущи фондовому рынку, как с использованием маржинальной торговли, так и без нее. Маржинальная торговля – это

специфический инструмент торговли активами на фондовом рынке, который позволяет инвестору помимо собственных денежных средств использовать заемные средства и ценные бумаги брокера на условиях платности и возвратности [21].

К рискам маржинальной торговли относятся:

- риск повышенных убытков в случае использования неверной прогнозной модели изменения рыночных котировок.

- риск неверного выбора ценных бумаг для осуществления маржинальной торговли (ценные бумаги, имеющие низкую ликвидность, при резких колебаниях рыночных цен и высокой волатильности рынка могут быстро обесцениться);

- риск неверного выбора структуры обеспечения при осуществлении маржинальной торговли (значительная доля одной ценной бумаги в структуре обеспечения может привести к тому, что при попытках ее реализации, ценные бумаги могут существенно упасть в цене и потерять ликвидность);

- риск неверного установления нормативных значений исходного и критического уровня маржи (при резких колебаниях рыночных котировок стоимость обеспечения может упасть настолько, что не обеспечит покрытие задолженности клиента);

- риск, связанный с необходимостью обеспечения оперативного контроля брокера за значением текущей маржи клиентов, а также оперативного внесения клиентом средств для поддержания требуемого уровня маржи;

Риски, контролируемые брокером:

- ценовой;
- рыночной ликвидности;
- операционный;

Риски, не контролируемые брокером: системные (риски фондового рынка, риски торговой площадки).

Таким образом, маржинальная торговля характеризуется наличием высоких рисков, которые связаны с природой маржинальной торговли.

Простота маржинальной торговли оказывается ложной и отражает поверхностные представления о маржинальной торговле. Технология маржинальной торговли является ещё одним подтверждением концепции “доходность-риск”. Увеличение доходности операций на фондовом рынке с использованием маржинальной торговли сопровождается увеличением рисков. Маржинальная торговля усиливает зависимость финансового результата инвестора от колебаний фондового рынка, поэтому маржинальные операции не приемлемы для инвесторов не склонных к риску [25].

Основной риск маржинальной торговли ложится на плечи инвестора. Частный инвестор превращается в заложника маржинальной торговли. Он может купить акции на кредитованные деньги, но вот продать купленные им акции брокер имеет право и против воли частного инвестора. Речь идет о так называемых стоп-лоссах, выставляемых брокером. Смысл такого стоп-лосса в данном случае заключается в том, что когда убытки клиента приблизительно равны размеру маржи, все его бумаги продаются, а деньги забирает себе брокер для покрытия своих расходов. Таким образом, клиент может остаться без своего капитала против своей воли. И даже, если через два часа после реализации стоп-лосса курс акций поднимется, ему это уже не поможет. Следует заметить, что ведущие операторы, так называемые маркет-мейкеры, могут вызвать искусственное падение рынка, приводящее к срабатыванию стоп-лоссов, а потом “отыграть” рынок вверх.

Высокая рискованность маржевых операций вынуждает использовать их крайне осторожно. Брокер должен предупреждать клиентов о высоких рисках маржинальной торговли. Брокеру необходимо разработать систему мероприятий по снижению и управлению рисками при маржинальной торговле. Брокер должен более детально изучать ситуацию на рынке при проведении торговли с маржёй.

Любые решения, операции на рынке ценных бумаг означают, что его участник принимает на себя ту или иную величину рисков. Хорошо известно, что существует прямая связь между доходом и риском на фондовом рынке.

Для брокера важно правильно определить тот уровень приемлемого риска, который он может взять на себя при проведении операций, направленных на получение дохода.

Рассмотрим далее причины возникновения перечисленных рисков подробнее, обращая особое внимание на моменты, связанные с маржинальной торговлей на российском фондовом рынке.

Источником ценового риска для брокера может быть неправильный выбор нормативных уровней маржи (начальная, критическая маржа), в результате которого ценовой риск клиента при проведении им внутрисуточных спекулятивных операций может перейти на брокера. В свою очередь ценовой риск является источником кредитного риска при переносе позиций клиента на следующий день в связи с вероятностью того, что клиент откажется от своих обязательств, если реальные потери превысят стоимость его залогового обеспечения.

Риск рыночной ликвидности связан с невозможностью реализации на рынке необходимого объема одного или нескольких видов ценных бумаг, находящихся в обеспечении маржинальных позиций клиентов, в пределах заданного срока и разумного диапазона цен. Ограничение ценовых рисков и риска рыночной ликвидности достигается за счет системы лимитов. Ограничение риска рыночной ликвидности достигается также за счет реализации малоликвидных маржинальных позиций клиентов на торговых площадках с более высоким уровнем ликвидности по данному активу, например через РТС. При этом следует иметь в виду, что подобные операции связаны с определенными издержками и требуют соответствующего дисконтирования принимаемых в залог малоликвидных акций или акций, которые при определенных условиях могут попасть в эту категорию [23].

Минимизация операционных рисков достигается брокерскими компаниями за счет высокого уровня автоматизации технологии проведения маржинальных операций. К средствам такой автоматизации можно отнести программные средства блока маржинального кредитования,

проводящие автоматический расчет в режиме online как маржинальной позиции клиентов, нормативных маржинальных показателей, так и маржинальных сделок в течение дня и специальных сделок РЕПО. Подобные системы позволяют практически полностью устранить ценовой риск в режиме внутридневной торговли, сделав его разновидностью операционного риска, за счет непрерывного отслеживания динамики рыночных котировок и своевременной генерации необходимых действий при выходе цен за допустимые пределы.

Серьёзные операционные риски несет инвестиционная компания, если у нее нет возможности

- постоянного мониторинга маржинальных счетов,
- оперативного поступления и обновления данных,
- пересчета позиций и оценки обеспечения клиентов по текущим рыночным ценам, поступающим напрямую с торговых площадок, а не введенных заботливой рукой менеджера клиента.

Подобные операционные проблемы могут быть просто потому, что программное обеспечение инвестиционной компании не позволяет этого делать либо это требует значительных людских и временных ресурсов.

Операционные риски высоки также, если нет специалиста, который может объективно оценивать маржинальные позиции клиентов, принимать решения при наступлении определенных условий и координировать работу вовлеченных в маржинальную торговлю подразделений. Речь идет о специалисте, независимом от подразделений, которые непосредственно торгуют на рынке и обслуживают клиентов.

Операционный риск возрастает при осуществлении маржинальной торговли в силу интенсивности проведения сделок и зачастую отсутствия соответствующих носителей информации или информация о сделке, представленной в виде, допускающим неоднозначное толкование. Сюда же привносится и весь комплекс рисков, связанных с осуществлением сделок с ценными бумагами через сеть Интернет.

Маржинальная торговля в рамках действующего законодательства может трактоваться как специфический вид кредитования. Вероятность полного возврата заемных средств во многом связана с тем, насколько верно инвестор угадывает направление движения рынка. Кредитные риски минимизируются за счет принятия нормативных уровней маржи, списка маржинальных ценных бумаг и дополнительных ограничений по усмотрению инвестиционной компании.

Кроме этих ограничений (нормативные уровни маржи и список маржинальных ценных бумаг), некоторые брокерские компании накладывают дополнительные ограничения на маржинальный счет клиента, такие как

- максимальная величина заемных средств на один маржинальный счет;
- максимальная величина заемных средств под обеспечение ценной бумаги одного эмитента на одном маржинальном счете;
- на все маржинальные счета:
- максимальная величина всех предоставляемых заемных средств - денежных средств для покупок и ценных бумаг для продаж "без покрытия";
- определенная структура обеспечения, то есть, если лимит заемных средств под одного эмитента исчерпан, то в качестве обеспечения этот эмитент уже не принимается.

Особо хотелось бы обратить внимание на риски, которые не доступны для регулирования со стороны инвестиционной компании: это системные риски фондового рынка и торговых площадок.

Одним из таких рисков является риск кризиса рынка, спровоцированного массовым закрытием маржинальных позиций клиентов. Для избежания таких явлений, прежде всего, необходим жесткий контроль соотношения объема собственных средств участников вторичного рынка ценных бумаг и общего объема маржинальных активов, предлагаемых брокерами своим клиентам для проведения маржинальных операций на этом рынке. Контроль над маржинальными активами необходимо проводить в разрезе объема денежных средств и объемов отдельных видов ценных бумаг.

Кроме того, необходима организация регулируемыми органами эффективной системы ограничения общего объема маржинальных активов на фондовом рынке, позволяющей минимизировать риски кризиса ликвидности отдельных ценных бумаг или всего фондового рынка в целом в случае однонаправленного действия маржинальных активов, провоцирующего негативные последствия.

Решение данной задачи требует не только математического моделирования степени влияния маржинальных торгов на волатильность фондового рынка и провоцирование кризисных явлений, но и создания эффективной системы получения объективных данных от всех профессиональных участников фондового рынка об объемах используемых их клиентами маржинальных средств.

Но это не значит, что предоставление маржинальной услуги на российском фондовом рынке чрезмерно опасно. На американском фондовом рынке волатильность американских маржинальных ценных бумаг столь же высока как и российских.

Значительное влияние маржевых операций на фондовый рынок и высокие риски данных операций не оставляют без внимания вопрос регулирования данных операций как со стороны государственных органов, так и со стороны самих брокерских компаний. Важным моментом в вопросе управления рисками является выбор метода оценки риска. Наиболее известными являются модель оценки доходности финансовых активов CAPM, модель арбитражного ценообразования APT и методика оценки рыночных рисков VaR. Наиболее популярной является VaR. Она является универсальной методикой расчета различных видов риска.

VaR - это выраженная в данных денежных единицах (базовой валюте) оценка максимальных, ожидаемых в течение данного периода времени с данной вероятностью потерь данного портфеля (открытых позиций) под воздействием рыночных факторов риска. Эта методика справляется практически со всеми проблемами, возникающими при применении других методик:

- Традиционные меры риска не измеряют капитал под риском, т.е. капитал, обеспечивающий потери, вызываемые данными факторами риска.

- Традиционные меры риска сравнительно плохо позволяют контролировать риск. Лимиты позиций, определяемые по факторам риска, часто неэффективны.

- Позволяет измерить риск в терминах возможных потерь, соотнесенных с вероятностями их возникновения

- Позволяет измерить риски на различных рынках универсальным образом

- Позволяет агрегировать риски отдельных позиций в единую величину для всего портфеля, учитывая при этом информацию о количестве позиций, волатильности на рынке и периоде поддержания позиций.

При помощи модели CAPM осуществляется отбор новых инструментов и анализ возможности их включения в портфель. CAPM служит теоретической основой для ряда различных финансовых технологий по управлению доходностью и риском, применяемых при долгосрочном и среднесрочном инвестировании в акции. CAPM рассматривает доходность акции в зависимости от поведения рынка в целом. Другое исходное предположение CAPM состоит в том, что инвесторы принимают решения, учитывая лишь два фактора: ожидаемую доходность и риск. Модель определяет доходность активов в зависимости от влияния систематического и несистематического риска. Систематический риск уменьшить нельзя, но воздействие рынка на доходность финансовых активов можно измерить. В качестве меры систематического риска в CAPM используется показатель β (бета), характеризующий чувствительность финансового актива к изменениям рыночной доходности. Зная показатель β актива, можно количественно оценить величину риска, связанного с ценовыми изменениями всего рынка в целом. Чем больше значение β акции, тем сильнее растет ее цена при общем росте рынка, но и наоборот - акции компании с большими положительными β сильнее падают при падении рынка в целом. Несистематический риск может быть уменьшен с помощью составления диверсифицированного портфеля из

достаточно большого количества активов или даже из небольшого числа антикоррелирующих между собой активов. Точный расчет показателей β необходим финансовым менеджерам, чтобы выбрать активы, которые наилучшим образом соответствуют их стратегии инвестирования. Используя коэффициент β , можно формировать инвестиционные портфели самых разных типов - консервативные, агрессивные, сбалансированные.

Целью системы управления рисками брокера-дилера на рынке ценных бумаг является обеспечение максимальной сохранности активов и капитала на основе минимизации тех подверженностей рискам, которые могут неожиданно резко сократить ресурсы брокера-дилера.

Риски, рассматриваемые с какими-либо конкретными активами или пассивами компании, не могут рассматриваться изолированно. Любые новые экономические решения, например инвестиции, должны анализироваться с позиции их влияния на изменения доходности и риска всей совокупности активов и пассивов портфеля предприятия, т.к. возможные сочетания этих решений могут значительно изменять характеристики всего портфеля в целом [22].

2 Методический подход к формированию инвестиционной стратегии для инвестора

2.1 Поэтапная схема принятия решений инвестором

Успешная работа инвестора требует тщательно проработанной стратегии, согласно первой главе были рассмотрены основные варианты стратегии инвестора. Так же было выявлено, что предпочтительнее основаться на фундаментальном подходе, проведении анализа на разных уровнях с целью поиска интересных компаний. Согласно этой концепции и будет разработана поэтапная система анализа и принятия решений инвестором.

Основная цель создаваемого методического подхода, заключается в построении эффективной схемы принятия решений на фондовом рынке в долгосрочном периоде с целью увеличения капитала.

Полученная система должна помочь инвестору увидеть перспективные вложения, которые принесут ему прибыль в долгосрочном периоде.

Формируемый подход будет опираться на нескольких принципах:

- 1) универсальность – возможность применения методов на разных фондовых рынках;
- 2) сопоставимость результатов – обеспечение возможности сравнения результатов применения методического подхода относительно различных объектов инвестирования.
- 3) эффективность – будут использованы лишь самые необходимые показатели для анализа и принятия решений
- 4) гибкость – проведенный анализ не будет терять актуальность длительное время и может дополняться и корректироваться с изменением ситуации
- 5) масштабность – анализ проводимый инвестором позволяет оценить ситуацию глобально и локально

Согласно описанным принципам и теоретическим основам первой главы ниже представлена схема анализа и действий инвестора.

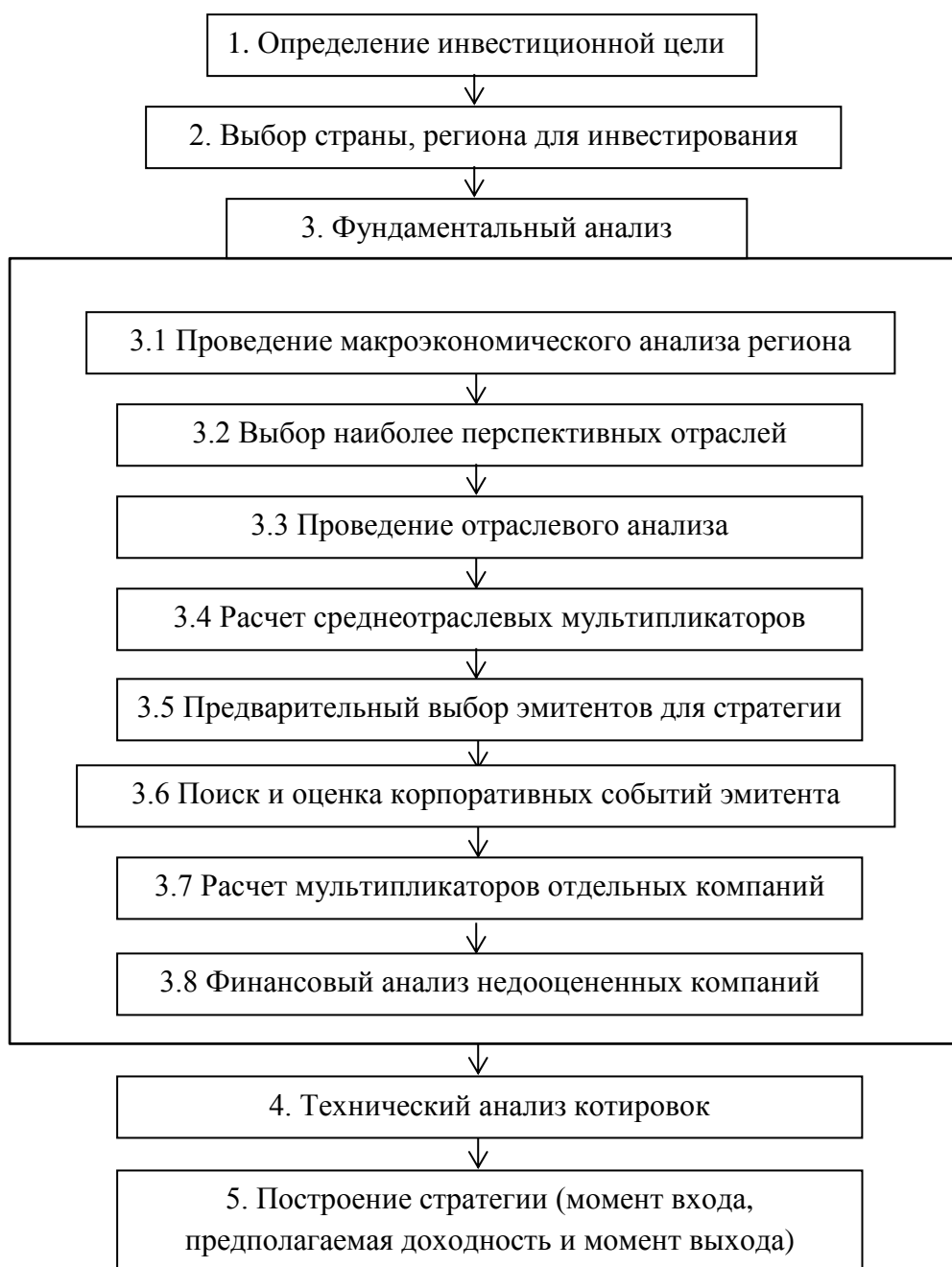


Рисунок 4 – Блок-схема системы принятия решений инвестором

- 1) Построение любой стратегии начинается с определения конечной цели. Разные трейдеры преследуют разные цели на рынке:
- 2) Получение дивидендных выплат. Как правило, это консервативные инвесторы, работающие с известными и крупными компаниями, их мало

интересует рост цены акции, сроки инвестирования не ограничены. Набор инструментов для анализа достаточно узкий, ограничивается дивидендным мультипликатором и динамикой дивидендных выплат [17].

3) Рост цены акции. Данная категория инвесторов, как правило, более тщательно подбирает компанию, анализируя ее отчетность и динамику развития. Горизонт инвестирования от нескольких месяцев до нескольких лет. Данная цель требует широкого анализа как внешних так и внутренних факторов [17].

4) Агрессивный рост капитала. Это рискованные инвесторы, работающие с компаниями второго эшелона, трейдеры готовы к высокому риску. Как правило, данная категория инвесторов работает в горизонте 1 года, ориентируясь на возможные значимые корпоративные события, для них важна общая ситуация в стране так же, как и положение компании, главный фактор это слияния-поглощения, продажа имеющихся активов для выплат дивидендов, резкие изменения конъюнктуры рынка. Данный подход требует наиболее углубленного анализа.

5) Сохранение сбережений. Это крайне консервативная категория инвесторов, их устроит доход на уровне инфляции в стране, для этих целей выбираются наиболее устойчивые компании [17].

Таким образом, инвестор может ставить разные цели, но главное для него, как минимум сохранение накоплений.

После того, как инвестор определяется с целью инвестирования, необходимо определиться с выбором региона. В первую очередь все регионы можно поделить на развивающиеся и развитые.

Всего в базе данных МВФ для расчета обобщающих показателей находится 175 стран и территорий. В соответствии с этим делением, в группу развитых стран и территорий попали, в том числе, новые индустриальные страны (НИСы) Азии: Гонконг, Корея, Сингапур и Тайвань, а также Израиль. Во второй группе находятся все остальные страны в том числе и Россия. Рассмотрим, чем же отличаются развитые и развивающиеся рынки:

Во-первых, развивающиеся рынки считаются более рискованными. Более высокие риски обусловлены объективными факторами: слабым уровнем развития биржевой инфраструктуры, несовершенством применяемого законодательства, низкой информационной прозрачностью компаний, несоответствием национальных и международных стандартов финансовой отчетности, доминированием государства в отдельных отраслях и секторах экономики и т. д.

Во-вторых, многие развивающиеся рынки отличаются высокой концентрацией ликвидности. Чаще всего, наиболее активно торги проходят ценными бумагами 10-20 крупнейших компаний, а все остальные аналогичные инструменты отличаются крайне низким уровнем ликвидности. Например, в конце октября 2014 года на Московской межбанковской валютной бирже торговались более 300 выпусков акций, однако только по 16 выпускам акций средний дневной объем торгов превышал 500 млн. рублей.

В-третьих, развивающиеся рынки характеризуются ярко выраженной отраслевой специализацией, причем достаточно часто преобладающими являются сырьевые отрасли, а потребительский сегмент развит крайне слабо.

Так, в структуре индекса ММВБ преобладает нефтегазовый сектор, вторым по величине является банковский сектор, третьим – металлургический. Потребительский же сектор, нередко являющийся самым крупным на развитых рынках (его доля колеблется от 20% до 50%), в индексе ММВБ занимает несколько процентов.

В-четвертых, для развивающихся рынков характерно развитие спот-рынка (преимущественно, рынков акций и облигаций), в то время как на развитых рынках преобладающим (по крайней мере, по объему) является рынок производных инструментов.

Таким образом, развитые рынки рассматриваются инвесторами в качестве достаточно консервативной части инвестиционного портфеля, а развивающиеся – в качестве его рискованной составляющей.

Таким образом, после определения цели и выбора региона инвестор переходит к следующему этапу, самому сложному и объемному - фундаментальному анализу.

В разработанной системе принятия решений этот этап вынесен в отдельный блок, в виду массивности анализа, его подробная характеристика будет описана в следующем параграфе работы.

В результате фундаментального анализа инвестор получит исчерпывающую информацию о состоянии экономики страны, отрасли и компании.

Однако для полноты картины необходимо оценить корпоративные события и программу развития компании на ближайшие годы, зачастую эти моменты являются определяющими. Рассмотрим наиболее типичные события и их интерес для инвестора:

1) Наиболее интересное событие на фондовом рынке для трейдера M&A в переводе с английского означает "слияния и поглощения". Зачастую эти события происходят именно в кризисное или после кризисное время с целью повышения эффективности деятельности компании. Цена этих сделок в подавляющем большинстве выше рыночной цены компании, а значит, к моменту совершения сделки будет значительный рост котировок [37].

2) Обратный выкуп акций. Данный процесс может по-разному повлиять на движение котировок, однако в любом случае интересен инвестору. Во - первых выкуп может производиться по ценам выше рынка, ниже и с рынка. В случае если цена выкупа ниже рыночной, котировки начнут падать к этой самой цене, и расти, если цена выкупа выше. В случае если акции выкупаются с рынка, котировки будут расти т. к. акционеры знают о выкупе и будут уменьшать предложение [27].

3) Однако в любом случае это событие благоприятно в будущем для акционера, т.к. доля в уставном капитале будет увеличена, дивидендные выплаты будут выше.

4) Продажа и покупка активов. Доходы от продажи активов нередко направляются на дивиденды, что, несомненно, интересует акционеров. Покупка активов в краткосрочной перспективе снижает интерес к компании т.к. уменьшится денежный поток, однако в долгосрочной эти активы могут принести значительную прибыль компании.

5) Включение в список системообразующих предприятий. Данное событие в большей степени носит психологический характер, т.к. дает инвесторам некую уверенность в компании в период кризиса, что государство поддержит ее.

Теперь зная цель и регион инвестирования, а так же фундаментальные составляющие инвестор должен перейти к технической части.

Технический анализ - метод прогнозирования цен с помощью рассмотрения графиков движений рынка за предыдущие периоды времени [32]. Существуют 3 основополагающих аксиомы теханализа:

Аксиома 1. Движение рынка учитывают все.

Суть аксиомы заключается в том, что любой фактор, влияющий на цену (например, рыночную цену товара) экономический, политический, психологический - заранее учтен и отражен в ее графике.

Цена чутко реагирует на изменение всех внешних условий. Аксиома говорит о том, что на любое изменение цены есть соответствующее изменение внешних условий. Технический аналитик делает вывод, если цена на товар растет, то спрос превышает предложение.

Специалисты, использующие технический анализ, живут в реальном мире и четко представляют, что рост и спад цены вызывается определенными фундаментальными причинами.

Аксиома 2. Цены двигаются направленно.

Это предположение стало основой для создания всех методик технического анализа. Термин тренд означает определенное направление движений цен. Главной задачей технического анализа является именно

определение трендов (т.е. их характеристик от момента возникновения до самого конца) для использования в торговле. Существует три типа трендов:

- 1) Бычий (Bullish) - движение цены вверх;
- 2) Медвежий (Bearish) - движение цены вниз;
- 3) Боковой (Sideways, Trading Range) - цена практически не движется [33].

Все три типа трендов встречаются нам не в чистом виде, поскольку движение “по прямой” на ценовом графике встречается очень редко. Для большей ясности можно определить бычий тренд как тот, при котором движения цены вверх более сильны, т.е. больше по величине, чем движения вниз. При медвежьем тренде доминирующим будут движения вниз. При боковом же тренде колебания цены по сравнению с предыдущими движениями вверх или вниз весьма незначительны.

Все теории и методики технического анализа основаны на том, что тренд двигался в одном и том же направлении, пока не подаст особых знаков о развороте.

Аксиома 3. История повторяется [33].

Происходит это потому, что из века в век человеческая психология в основе своей не измена. По сути технический анализ занимается именно историей определенных событий, связанных с рынком, а значит, изучением человеческой психологии. Ведь главный “двигатель” цен - социально-массовое, эмоциональное настроение. Оно повторяется на протяжении всей истории, и отражается в графиках движений рынка. С точки зрения технического анализа, понимание будущего лежит в изучении прошлого.

Все три аксиомы крайне важны для инвестора, однако в кризисное время стоит выделить наиболее важную-третью аксиому, благодаря ей инвестор может понять точку входа и выхода изучая движение рынка в прошлом в кризисные период.

Для проведения самого анализа существует множество инструментов, их можно разделить на 2 блока:

1) Графические. Для инвестора работающего в период кризиса наиболее важными являются элементарные фигуры и сигналы: линии сопротивления, поддержки и тренда. Использование различных сложных фигур несколько нецелесообразно, т.к. они ориентированы на в большей степени на краткосрочные спекуляции [32].

2) Технические индикаторы. Существует масса индикаторов от элементарных показывающих объемы рынка до сложного сочетания комбинации показателей [33].

Во - первых определимся с временным интервалом графика, т.к. инвестиционная стратегия ориентирована на длительный срок, то минимальный тайм фрейм-день, основной недельный. Тем самым инвестор отсекает ложные сигналы дна рынка и его развороты в краткосрочной перспективе.

Индексы используемые в анализе ограничены наиболее простыми и информативными:

Индикатор MACD (moving average convergence divergence, что переводится как схождение-расхождение или конвергенция-дивергенция скользящих средних) с одной стороны относят к классу осцилляторов, с другой – его можно отнести и к классу сложных средних, поскольку он является улучшенным зрительным восприятием двух экспоненциальных скользящих средних.

Обычно MACD рисуется в виде гистограммы, а его сглаженная скользящая средняя (сигнальная линия —Signal) рисуется в виде линии.

У MACD есть и недостатки. Как известно, скользящие средние отстают от цен, а так как MACD – это скользящие средние от других скользящих, сглаженные третьей скользящей, то запаздывание становится более существенным. Однако для инвестора, работающего в долгосрочной перспективе не критично, если точка входа окажется на 1-5% ниже минимальной.

Преимущество MACD в том, что индикатор сочетает в себе элементы импульса, и тренда, а значит, не будет долго давать ложную информацию, так

как следует за трендом. Также использование вместо простых скользящих средних экспоненциальные скользящие средние снижает запаздывание.

Второй используемый индикатор: индекс относительной силы (RSI от англ. relative strength index) - индикатор технического анализа, определяющий силу тренда и вероятность его смены.

2.2 Порядок проведения фундаментального анализа

В предыдущем пункте в схеме был выделен блок фундаментального анализа, его проведение является решающим для инвестора, а потому состоит из множества шагов и показателей, которые подлежат исследованию.

Поскольку предполагаемая стратегия разрабатывается для кризисного периода, инвестору важно определить показатели характеризующие начало и конец кризиса. Причины кризиса помогут инвестору определить перспективы, как экономики страны в целом, так и перспективы отдельных отраслей, что важно для формирования стратегии.

В истории развития российского фондового рынка доступного через интернет трейдинг был один экономический кризис-кризис 2008 года, который сразу же оголил множество проблем России. После эйфории фондового рынка этот год был переломный, все тенденции были сломлены, многие инвесторы не понимали, что происходит и, как действовать в этих условиях.

Сейчас в 2014-2015 происходит подобная ситуация, снова сломлены всевозможные тренды фондового рынка и перспективы отраслей российской экономики, а многие инвесторы потеряли свои вложения.

Однако сказать, что это идентичные ситуации нельзя, и сказать, что стратегии периода 2008-2011 подойдут для 2014-2015 нельзя. В первую очередь, необходимо проанализировать на какие показатели, и в каком порядке нужно обратить внимание, для этого более подробно рассмотрим основные этапы фундаментального анализа, начнем с макроэкономического:

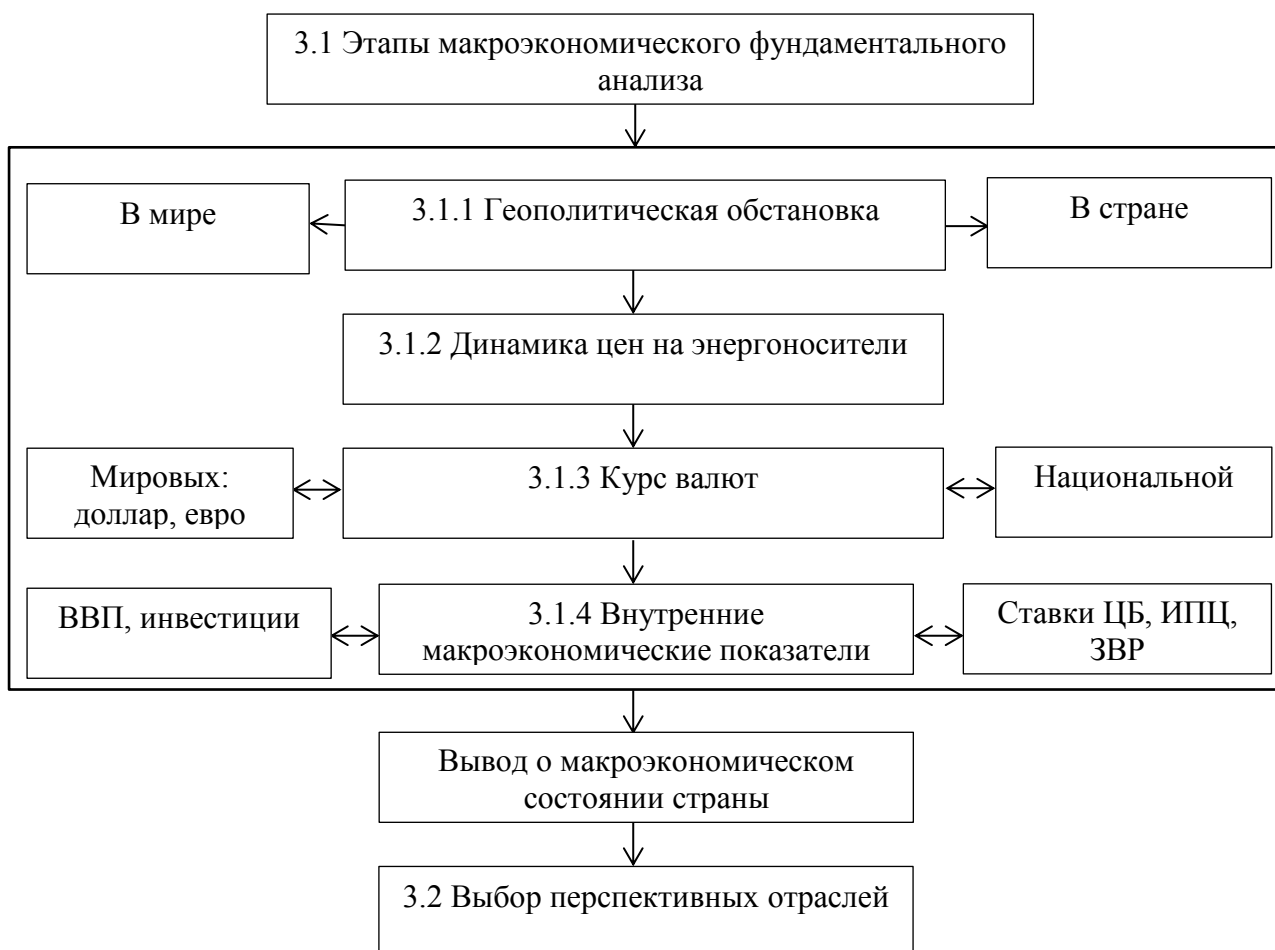


Рисунок 5 - Этапы макроэкономического анализа экономики страны для инвестора

Первый шаг макроэкономического анализа это геополитика, в литературе по анализу рынков этот момент, как правило, опускается или опускался до недавнего времени. Однако сейчас с развитием интернет технологий и телевидения, геополитические события стали быстро доходить до участников рынка благодаря СМИ. Современные аналитики уже говорят, что СМИ это оружие 21 века, умелый вброс новостей о геополитике и не только может изменить настроение инвесторов. В большей степени это события, оказывающие краткосрочное влияние. Поэтому инвестор должен интересоваться более влиятельными факторами и независимыми от субъективного представления.

Одним из первых показателей который интересует всех без исключения инвесторов является цена на фьючерс нефти. Стоит отметить что, с 2005 г.,

когда американским пенсионным фондам было разрешено инвестировать финансовые средства в нефтяные фьючерсы, не обеспеченные поставками реального товара, цены на нефть стали оторванными от реального потребления, а их динамика приобрела тенденции спекулятивного инструмента.

Раскачивание цен на энергоносители в первую очередь отражаются на экономике развивающихся стран и стран сырьевых - экспортеров, в том числе России. И низкая и высокая цена на нефть имеет свои последствия.

Дешевая нефть - это не только бензин по низким ценам и большие проблемы для экономик, зависящих от экспорта черного золота. И то, и другое временно - как только котировки начнут расти, ситуация будет меняться вместе с ними. Есть более серьезная проблема, которую вызывает обвал котировок. Дешевое черное золото означает, что нефтяные компании не имеют возможности инвестировать в отрасль. То есть, проще говоря, у них нет денег на то, чтобы разведывать, открывать и вводить в строй новые месторождения нефти. А также ремонтировать оборудование на старых. Следствием этого неизбежно станет сокращение добычи нефти. Это запустит всем известную цепочку: сокращение предложения - рост цен. Это может произойти, несмотря на то, что параллельно сокращается спрос из-за мировой рецессии.

В случае дорогой нефти происходит все с точностью наоборот. Уже на этом этапе, возможно, сказать о перспективе нефтегазовой отрасли и ее привлекательности для вложений.

Следующий шаг макроанализа это движение курсов валют, с одной стороны мировых - доллара и евро, с другой стороны национальной. Для инвестора это важный момент, т.к. движение валют подскажет на какие компании ориентироваться: на экспорт ориентированные или же работающие на внутреннем рынке. С другой стороны, обратить внимание в какой валюте компании имеют кредиты и издержки.

Основной инструмент анализа движения курса валют это статистические методы: темп роста, прироста.

Проведя оценку внешних макро факторов инвестору следует перейти к оценке внутренних. Для инвестора наиболее важным является ВВП страны. Данный показатель дает характеристику развития страны, темпов экономического роста, позволяет сравнить с другими странами и оценить перспективы дальнейшего роста.

Следующий показатель это иностранные инвестиции в экономику и вывоз капитала. Инвестор должен понимать, что экономика и фондовый рынок растут за счет новых вливаний, а значит динамика движения капитала в стране крайне важна для стабильного роста.

Другая сторона это регулирование финансовых институтов, в большинстве стран данным регулированием занимается ЦБ. Действия ЦБ могут приносить значительные изменения, для этого рассмотрим основные инструменты и методы, применяемые Центробанком.

Под инструментами денежно-кредитной политики экономисты понимают операции и способы, при помощи которых центральный банк может изменять банковские резервы, денежную массу и объемы кредитования экономики. В основной набор таких инструментов входят: 1) операции на открытом рынке; 2) рефинансирование банков и процентные ставки по операциям центрального банка; 3) резервные требования; 4) депозитные операции; 5) прямые количественные ограничения.

Операции на открытом рынке представляют собой покупку и продажу центральным банком государственных ценных бумаг. Покупки на открытом рынке оплачиваются центральным банком увеличением (кредитованием) резервного счета банка продавца. Суммарные резервы банковской системы увеличиваются, что, в свою очередь, приводит к росту денежной массы. Соответственно продажи центральным банком бумаг открытого рынка приведут к обратному эффекту: суммарные резервы банков уменьшаются, и уменьшается при прочих равных условиях денежная масса. Продажи бумаг на открытом рынке в этом случае используются для стерилизации, т. е. всасывания излишней денежной массы. Поскольку центральный банк является крупнейшим

дилером открытого рынка, постольку увеличение объема операций по купле-продаже приведет к изменению цены и доходности бумаг. Следовательно, центральный банк может влиять таким образом на процентные ставки. Если бы ожидания участников рынка были постоянными, центральный банк мог бы изменять как краткосрочные, так и среднесрочные и долгосрочные процентные ставки и тем самым воздействовать на уровень экономической активности. Эффективность данного инструмента несколько снижается тем, что ожидания участников рынка не вполне предсказуемы. Часть аналитиков и инвесторов решит, что увеличивая объем покупок, центральный банк проводит экспансионистскую политику, направленную на снижение процентных ставок, рост объемов производства, инвестиций и потребительских расходов. Другие воспримут такую политику как дальнейшее увеличение денежной массы и инфляции. Инфляционные ожидания приведут к росту процентных ставок и уменьшению экономической активности. Тем не менее операции на открытом рынке считаются наиболее эффективным инструментом денежно-кредитной политики. Преимущества состоят в том, что: 1) центральный банк может контролировать объем операций; 2) операции довольно точны, можно изменить банковские резервы на любую заданную величину; 3) они обратимы, поскольку любая ошибка может быть исправлена обратной сделкой; 4) рынок ликвиден и скорость проведения операций высока, она не зависит от административных проволочек.

На открытом рынке центральные банки используют два основных вида операций: прямые сделки и соглашения РЕПО. Прямые сделки означают покупку-продажу бумаг с немедленной поставкой. Покупатель становится безусловным собственником бумаг. Такого рода сделки не имеют срока погашения. Процентные ставки устанавливаются на аукционе. Сделки РЕПО проводятся на условиях соглашения обратного выкупа. Прямые сделки РЕПО означают покупку бумаг центральным банком с обязательством дилера выкупить их обратно через определенный срок. При заключении обратных сделок РЕПО, или парных (иногда они еще называются мисматчевые),

центральный банк продает бумаги и принимает на себя обязательства выкупить их у дилера через определенный срок. Такие сделки удобны тем, что сроки погашения могут варьироваться [19].

В качестве аналога операций на открытом рынке Банк России использует также валютные интервенции. Валютные интервенции представляют собой покупку-продажу иностранной валюты на внутреннем рынке для увеличения или стерилизации денежной массы. В принципе механизм валютных интервенций мало чем отличается от операций открытого рынка — продажа долларов ЦБ уменьшает банковские резервы, покупка увеличивает. Однако применению этого инструмента также сопутствуют определенные эффекты. Валютные интервенции воздействуют на курс рубля по отношению к доллару. Продажа долларов центральным банком приведет к повышению курса рубля, покупка — к его понижению. Таким образом, центральный банк может корректировать краткосрочные колебания курса национальной валюты. Стоит отметить, что динамика курса национальной валюты в долгосрочной перспективе определяется факторами, не поддающимися контролю со стороны центрального банка, и в этом случае его попытки воздействовать на курс национальной валюты могут привести к истощению валютных резервов. Если центральный банк проводит валютные интервенции с целью корректировки краткосрочных колебаний валютного курса, тогда он теряет контроль над банковскими резервами и соответственно над предложением денег. Поэтому, предполагая, что операции на внутреннем валютном рынке сохраняют роль «оперативного канала регулирования» банковских резервов, Банк России планирует помимо валютных интервенций использовать более гибкий инструмент — валютные свопы, позволяющие корректировать уровень ликвидности валютного рынка, не создавая дополнительного давления на курс рубля. Своп — это валютная операция купли-продажи валюты на условиях немедленной поставки с одновременной обратной срочной сделкой. Осуществляя покупку иностранной валюты у банков в виде свопа, Банк России фактически кредитует банки [18].

Рефинансирование банков является еще одним инструментом денежно-кредитной политики. Когда центральный банк предоставляет ссуду банку, корсчет этого банка в центральном банке кредитруется. Пассивная часть баланса центрального банка увеличивается (по статье «средства на счетах в Банке России»), и суммарные резервы в банковской системе возрастают. Одновременно увеличиваются активы центрального банка на сумму ссуды. Таким образом, прирост объемов рефинансирования увеличивает объем заимствованных резервов в банковской системе, денежную базу и предложение денег, сокращение - уменьшает.

Механизм использования процентной ставки достаточно прост: рост ставки рефинансирования означает повышение стоимости кредитов центрального банка, поэтому банки будут сокращать объем заимствований в центральном банке, снижение ставки приведет к более активному заимствованию и объем рефинансирования увеличится. Банк России может устанавливать одну или несколько процентных ставок по различным видам операций: ставка рефинансирования, ломбардная ставка, ставка по сделкам РЕПО, по кредитам «овернайт». Ставка рефинансирования Банка России играет роль базовой ставки. Банк России Может проводить процентную политику и без фиксации процентной ставки. Тогда процентные ставки по той или иной операции устанавливаются в результате проведения аукциона.

Как уже отмечалось, объем рефинансирования зависит от стоимости кредитов центрального банка, т. е. уровня ставки рефинансирования. Тем не менее ставку рефинансирования принято рассматривать не столько как инструмент воздействия на объемы кредитования, сколько как индикатор намерений центрального банка. Изменяя ставку рефинансирования, центральный банк объявляет о своих намерениях относительно денежно-кредитной политики. Проблема состоит в том, что изменение ставки рефинансирования может рассматриваться аналитиками финансовых рынков двояко. Например, повышение ставки рефинансирования может быть истолковано как намерение центрального банка замедлить инфляцию или как

признание своей неспособности сдерживать инфляцию и пассивную подгонку ставки рефинансирования под растущие процентные ставки. В последнем случае эффект от изменения ставки будет незначительным.

Третий, наиболее мощный и в то же время наименее используемый инструмент денежно-кредитной политики — это резервные требования. Центральные банки имеют право требовать от банков хранить резервы в определенной пропорции к депозитам. Норматив обязательных резервов устанавливается советом директоров Банка России как размер обязательных резервов в процентном отношении к обязательствам банка. Он не может превышать 20% и не может быть единовременно изменен более чем на пять пунктов. Порядок депонирования обязательных резервов в Банке России также устанавливается советом директоров.

Центральные банки располагают и другими инструментами денежно-кредитной политики. В частности, Банк России имеет право устанавливать прямые количественные ограничения, которые в западной практике называются селективным контролем. Под прямыми количественными ограничениями понимается установление лимитов на рефинансирование банков и других кредитных организаций и проведение отдельных банковских операций.

Таким образом, понимая влияние инструментов ЦБ на экономики и финансовые рынки инвестор дополнит свой анализ экономики до полной картины и сможет оценить, как перспективы и проблемы экономики в целом, так и некоторых отраслей.

Следующий крупный этап — это отраслевой анализ, теперь инвестор может предположить какие отрасли обладают наибольшим потенциалом, но что бы определиться точнее и провести первичный отбор компаний необходим анализ отрасли [23].



Рисунок 6 - Этапы отраслевого анализа для инвестора

Для отраслевого анализа выделим несколько наиболее крупных отраслей:

- финансовая
- авиастроительная
- металлургическая
- нефтегазовая
- ритейл
- электроэнергетика

На данных отраслях и будет применяться разработанная схема.

Первым этапом анализа будет определение, на каком рынке реализуется продукция: внешнем или внутреннем. Здесь сразу же можно определить влияние курса валют и специфических ограничений.

Конкуренция в отрасли характеризуется долями рынка, которые принадлежат компаниям. Высоко конкурентные отрасли мало привлекательны, если там нет монополий. В случае низкой конкуренции можно ожидать бурного развития компаний в ней, а значит высокой отдачи на инвестиции.

Средние финансовые и динамические показатели в дальнейшем помогут сравнить выбранные компании с средней ситуацией по отрасли, если компании будет выглядеть лучше, то она считается привлекательной для инвестора.

И последний рассматриваемый момент - это законодательство и госпрограммы, для РФ характерно слабое развитие законодательной сферы, поэтому частые изменения могут значительно влиять на деятельность компаний.



Рисунок 7 – Блок схема фундаментального и технического анализа компании

Первый этап анализа так же не предполагает больших усилий от инвестора. Необходимо определить рынок, на котором работает компания и в какой валюте она получает выручку. В дальнейшем анализе это может оказаться очень важным моментом, так как валютные курсы в период экономического кризиса могут существенно колебаться, что повлияет на изменение финансовых результатов фирмы. Специальных инструментов на этом этапе не применяется, необходимо только выделить долю получаемой выручки в рублях и иностранной валюте, как правило, в долларах. И в этом же этапе стоит обратить на прошлое компании: оценить динамику выручки и ЧП [1].

Второй этап один из определяющих-это оценка финансового состояния эмитента. Здесь инвестор должен провести тщательный анализ, рассчитать некоторые финансовые показатели и оценить долговую нагрузку предприятия. Для финансового анализа будут применяться следующие показатели:

- Коэффициент абсолютной ликвидности, в период значительных экономических потрясений, очень важна ликвидность предприятия, что бы в случае не предвиденных изменений покрыть убытки и требования.

- Общий коэффициент покрытия, который часто называют просто коэффициентом покрытия, дает общую оценку платежеспособности предприятия. Коэффициент покрытия представляет интерес для покупателей и держателей акций и облигаций предприятия [21].

- Коэффициент рентабельности продаж. Демонстрирует долю чистой прибыли в объеме продаж предприятия.

- Коэффициент рентабельности оборотных активов. Демонстрирует возможности предприятия в обеспечении достаточного объема прибыли по отношению к используемым оборотным средствам компании.

Оценка долговой нагрузки будет проводиться по следующим критериям:

- Коэффициент автономии характеризует зависимость предприятия от внешних займов. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности.

-Коэффициент отношение долга к EBITDA (Debt/EBITDA ratio) - это показатель долговой нагрузки на организации, ее способности погасить имеющиеся обязательства (платежеспособности). В качестве показателя поступления средств, необходимых для расчета по долгам организации, в данном случае используется показатель EBITDA - прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации [2].

-Коэффициент покрытия процентов (interest coverage ratio, ICR) характеризует способность организации обслуживать свои долговые обязательства. Показатель сравнивает прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT) за определенный период времени (обычно один год) и проценты по долговым обязательствам за тот же период.

После того как инвестор проведет анализ финансового состояния компании, можно определить способность эмитента к выплате дивидендов. Дивиденды один из важнейших показателей для инвестора, здесь и стоит заняться анализом дивидендной истории компании.

Все компании можно разделить на 2 группы и исходя из этого оценивать дивидендные перспективы:

- госкомпании, согласно последней редакции распоряжения 774-р, все госкомпании обязаны выплачивать не менее 25% чистой прибыли по МСФО

- частные компании, следует изучать с точки зрения предыдущих выплат и дивидендной политики описанной в уставе, в некоторых компаниях на выплату дивидендов направляется до 90% от чистой прибыли.

Как правило, высокие дивиденды разгоняют цену актива на рынке до среднерыночного соотношения доходности, именно по этому, дивидендный анализ важен в долгосрочной перспективе, так как принесет высокий доход.

Последним этапом является оценка мультипликаторов, в предыдущих этапах инвестор получил исчерпывающую информацию об эмитенте. Теперь он может оценить потенциал акции через мультипликаторы:

- Начнем с самого известного и самого проблемного мультипликатора – P/E (Price/Earnings, или Price/Net Income – цена/чистая прибыль). Анализ

данного мультипликатора затрудняется тем фактом, что его высокое значение может говорить как о прекрасных перспективах компании, так и о нежелательном падении чистой прибыли компании. Однако, если одна из компаний-аналогов имеет меньший P/E, мы можем говорить об имеющемся потенциале роста либо за счет недооцененных акций, либо за счет высокой чистой прибыли [9].

- Для корректировки проанализированных значений и для более наглядной картины добавим в расчет другой мультипликатор – P/S (Price/Sales – цена/выручка). Данный показатель интересен тем, что его волатильность много меньше предыдущего, поскольку в его расчете используется выручка. Кроме того, выручка – это один из немногих показателей, который подходит для анализа относительно разных компаний-аналогов, в том числе и для тех, что пользуются разными бухгалтерскими стандартами [35].

- EPS показывает, сколько прибыли компания заработала за период на одну акцию. Рассчитывается EPS как частное от разности прибыли компании и дивидендов по привилегированным акциям на количество обыкновенных акций. Является наглядным показателем прибыли на акцию компании, но сложности в его использовании возникают при сравнении его с EPS других компаний, так как выражается EPS в абсолютных значениях. Вследствие чего необходимо также учитывать относительные показатели, т. е. мультипликаторы [40].

- Не менее важный мультипликатор (P/CF) – отношение капитализации компании к свободному денежному потоку. Расчет этого коэффициента также является полезным, так как зачастую инвесторы обращают внимание не только на прибыль, но и на генерируемый компанией денежный поток, ведь в конечном итоге стоимость бизнеса состоит из текущей стоимости его будущих свободных денежных потоков. Низкое значение P/CF свидетельствует о том, что компания успешно осуществляет свою деятельность, она имеет хорошую прибыль и после уплаты всех обязательных платежей у нее остается достаточное количество денег. Эти свободные средства компания может

направить на выкуп акции 18 или выплату дивидендов акционерам. Однако, если посмотреть на эту ситуацию с другой стороны, то низкий уровень данного коэффициента может свидетельствовать об обратном.

- Показатель (P/BV) – отношение капитализации к балансовой стоимости активов. Под балансовой стоимостью активов понимают разность между активами и обязательствами компании по выплатам. При низком уровне индикатора инвесторы могут быть спокойны. Стоит отметить, что не для всех компаний значим рассматриваемый показатель. В случае финансового института балансовая стоимость учитывается, но если компания занимается производством программного обеспечения, то мультипликатор P/BV не будет иметь практического применения. Так как в балансовую стоимость не входят стоимость патентов, брендов и другие результаты научно-технической, исследовательской и опытно-конструкторской деятельности компании и его сотрудников. Поэтому у ряда подобных компаний будет очень низкая балансовая стоимость и завышенный показатель P/BV.

Теханализ будет использоваться как дополнительный метод для поиска оптимальной точки входа и выхода из актива [32].

Поскольку для инвестиционной стратегии интересны среднесрочные и долгосрочные вложения, то наибольший акцент будет сделан на графический анализ и анализ индикаторов в разрезе 1 дня, недели и месяца.

Методы прогнозирования в рамках технического анализа условно можно разделить на две группы:

- 1) графические методы
- 2) математические методы

Графическим методом анализа рынка называется такой метод, при котором любые заключения делаются на основе анализа простых графических элементов — линий, уровней, фигур и, естественно, самих графиков цен.

К средствам графического метода анализа относятся.

- 1) линия тренда, показывающая направление и скорость изменения цены (она определяется по углу наклона);

- 2) линии поддержки и сопротивления, отражающие соответственно нижнюю и верхнюю границы канала; уровни поддержки и сопротивления;
- 3) фигуры перелома тенденции — типовые элементы ТА, позволяющие спрогнозировать смену направления движения цены;
- 4) фигуры продолжения тенденции — типовые элементы ТА, указывающие на вероятное продолжение прежней тенденции;
- 5) свечные конфигурации на графиках японских подсвечников;
- 6) волновая теория Эллиотта как отражение циклического подхода к прогнозированию динамики цены.

Обозначим определения основных элементов графического анализа. Тренд - превалирующее движение цены. Уровни консолидации цены - уровни, около которых рынок колеблется длительное время. Уровень сопротивления - горизонтальная линия, соединяющая ряд последовательных локальных максимумов. Уровень сопротивления ограничивает движение цены вверх. Уровень поддержки - горизонтальная линия, соединяющая ряд последовательных локальных минимумов. Уровень поддержки ограничивает движение цены вниз. Линия сопротивления - линия, соединяющая последовательно повышающиеся или последовательно снижающиеся уровни сопротивления (последовательные локальные максимумы) Она является наклонной линией. Линия поддержки - линия, соединяющая последовательно повышающиеся или последовательно снижающиеся уровни поддержки (последовательные локальные минимумы). Канал образуется линией тренда и параллельной ей линией консолидации. Коридор - горизонтальный канал Тренда нет.

Вторая группа методов ТА - математические методы. Математическим методом анализа называется такой метод, когда заключения создаются на основе анализа поведения искусственно созданных численных показателей - технических индикаторов.

Технические индикаторы, построенные с помощью компьютера и основанные на статистике и математике, внешне представляют собой простые и

наглядные графики. Для расчета величин технических индикаторов обычно используются данные о текущих и прошлых рыночных ценах. Динамика изменения технических индикаторов тесно связана с динамикой изменения цены. Технические индикаторы делятся на:

- 1) трендовые
- 2) осцилляторы

Трендовый технический индикатор - индикатор, позволяющий идентифицировать наличие тенденции на рынке. Осциллятор — технический индикатор, который дает сигналы при работе в коридоре. Сигналы трендового индикатора учитываются в случае наличия на рынке четкого направленного движения (тренда), а осцилляторы лучше использовать на безтрендовых участках рынка.

Наиболее распространенными трендовыми индикаторами являются скользящие средние, система направлений DMS(или ADX) и параболик SAR. Суть построения скользящих средних заключается в сглаживании рядов котировок путем усреднения их значений заданном интервале. В зависимости от способа усреднения различают простые, экспоненциальные, взвешенные и адаптивные средние. Единственным параметром при построении средних является период сглаживания. Чем больше период усреднения, тем меньше ложных колебаний на графике индикатора. Для генерации сигналов для входа в рынок достаточно построить две средние с разным периодом усреднения. Точки пересечения средних будут сигналами на покупку или продажу.

Наиболее распространенные осцилляторы – Momentum, *RSI*, Stochastic. Построение осциллятора происходит в два этапа. Сначала строится производная от курса кривая, которую называют кривой осциллятора. Затем на график осциллятора наносятся три линии. Средняя линия разделяет области с положительными и отрицательными значениями индикатора. Верхняя (перекупленности) и нижняя (перепроданности) линии строятся на одинаковом расстоянии от средней. Вертикальная ось графика размечена в условных единицах.

Рассмотрим особенности построения некоторых осцилляторов, наиболее часто используемых современными трейдерами.

MACD (Moving Average Convergence-Divergence). Индикатор MACD является универсальным, поэтому его невозможно однозначно отнести к какой-то группе индикаторов. Он используется трейдерами как трендовый и как осциллятор. Скользящая средняя схождения-расхождения определяет тенденцию, отфильтровывая дневные колебания. Для его расчета используются две экспоненциально сглаженные скользящие средние (ЕМА) с разными временными интервалами, вычисленные на средних ценах закрытия, и третья ЕМА, вычисляемая как разница между значениями двух первых или путем деления более короткой из них на длинную ЕМА. Индикатор состоит из двух кривых: сплошной линии (кривой MACD) и пунктирной (сигнальной). Кривая MACD относительно быстро реагирует на изменение цены. Сигнальная кривая строится путем сглаживания первой с помощью экспоненциально сглаженной средней. Она медленнее реагирует на изменение цены. Сигналы на осуществление покупки или продажи появляются при пересечении кривой MACD сигнальной кривой.

RSI (Relative Strength Index). Индекс относительной силы - осциллятор, отражающий движение индекса инерции, рассчитанного на значениях относительной внутренней силы отдельного рыночного инструмента или рынка в целом на собственном фоне.

RSI наблюдает за силой тенденции путем сравнения числа колебаний цен закрытия в повышательной и понижительной фазах за определенный период. RSI является численным выражением темпов изменения цены. Он зависит только от изменения цен закрытия. Индекс относительной силы Уайлдера является индикатором скорости цены с преобладающим весом последних данных, для расчета которого требуется только один временной ряд. Метод расчета RSI позволяет избежать проблем, связанных с использованием устаревших данных. Еще одним его достоинством является простота

вычислений - не приходится работать с длинными колонками исторических данных.

RSI рассчитывается по формуле:

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS} \quad , \quad (1.1)$$

где RS — среднее значение цен закрытия на повышении за n дней/ среднее значение цен закрытия на понижении за n дней.

Если для вычисления взят 14-дневный период, то, чтобы найти среднее значение цен закрытия на повышении, складываются значения каждого такого дня, а затем сумма делится на 14. Подобным образом складываются значения цен закрытия на понижении за каждый такой день, и сумма делится на 14. Относительная сила (RS) определяется затем делением среднего значения на повышении на среднее значение на понижении.

Формула RSI создает индикатор, который имеет колебания внутри постоянных пределов между 0 и 100. Линии сопротивления и поддержки традиционно наносятся на уровнях “70” и “30”, которые приняты на основе эмпирических наблюдений.

Для построения RSI могут быть взяты любые временные периоды. Наиболее рекомендованным является 14-дневный период. Период в 9 дней очень хорош для контроля кратковременных изменений, а линии сопротивления и проводятся на уровнях 20 и 80 соответственно, что связано с большим размахом амплитуды колебаний цен при пользовании коротким временным интервалом.

Stochastic. Стохастический осциллятор - это индикатор темпов изменений или им цены, разработанный Дж. С. Лэйном. Он вычисляется по значениям трех периодов, поэтому может скачкообразно изменяться в результате отбрасывания старых данных является его принципиальным недостатком, благодаря которому стохастический осциллятор теоретически нестабилен и

может давать ошибочные сигналы. Это, возможно, объясняет большое количество сделок и нестабильность результатов, присущих данному индикатору.

“Стохастик” выстраивается в виде двух линий - %K и %D, их пересечение определенный сигнал рынка.

Значения для построения кривой %K вычисляются по формуле:

$$\%K = 100 * \frac{C - L_n}{H_n - L_n}, \quad (1.2)$$

где C- цена закрытия,

L_n - наименьшая из минимальных в течение дня цен за последние n дней,

H_n - наибольшая из максимальных в течение дня цен за тот же период.

Учитывая характер используемой для технического анализа информации о торгах акциями в РТС, формулу можно преобразовать к следующему виду:

$$\%K = \frac{A - L_m}{H_m - L_m} * 100 \quad (1.3)$$

где A - последняя средняя цена за период,

L_m - наименьшая средняя цена за последние m дней,

H_m - наибольшая средняя цена за тот же период.

Кривая % D является экспоненциально сглаженной скользящей средней для % K. Обе кривые изменяются в диапазоне от 0 до 100, причем изменение % D происходит более медленно. Сглаживание % K обычно производят трехдневной скользящей средней.

$$\%D = \frac{\sum (C - L)}{\sum (H - L)} * 100, \quad (1.4)$$

суммируются значения цен за три дня (период скользящей средней). Формула Стохастика подобна RSI, в которой значения никогда не выходят за пределы 0 или 100, но в данном случае стохастический осциллятор сравнивает цены закрытия по отношению ко всему диапазону цен за взятое для расчета число торговых периодов.

3 Применение методического подхода по формированию системы принятия решений

3.1 Макроэкономический и отраслевой фундаментальный анализ РФ

Согласно разработанной схеме первым этапом является общий макроэкономический анализ России.

Первый этап это определение геополитического фона в мире и стране. За последние годы Россия была в различных ситуациях, а в мире происходило множество событий глобально влияющих на фондовые рынки. Структурируем их в таблицу по мере их возникновения за 2013-2017 годы:

Таблица 1 - Главные геополитические события и их влияние

Дата	Событие	Последствия
апрель 2013	Выборы нового президента Венесуэлы	Сохранение отношений с РФ, нефтегазовые контракты так же неизменны, значительный рост индекса ММВБ в течение следующей недели
ноябрь 2013	Отказ Украины от сотрудничества с ЕС, начало Евромайдана	Первый сигнал к обострению отношений Европы со странами постсоветского пространства, начало Украинского конфликта и вмешательства РФ. Последовало снижение индекса ММВБ на 10%.
февраль-март 2014	Олимпиада в Сочи, отставка президента Украины. Совет Федерации удовлетворил просьбу президента об использовании ВС РФ на территории Украины	В период олимпиады в Сочи ситуация в мире и РФ была спокойной, однако конец Олимпиады совпал со сменой власти в Украине и более явным вмешательством РФ в конфликт, что привело к более чем 10% падению индекса ММВБ
6-16 марта 2014	Вход Крыма в РФ, проведение референдума	Введение первых санкций, падение ММВБ более чем на 20%
март-декабрь 2014	Периодическое введение точечных санкции в отношении РФ от ЕС, США и других стран	Плавные колебания курса ММВБ, и стабильное снижение курса рубля
Июнь 2016	Brexit Великобритании	Снижение евро, укрепление доллара
Ноябрь 2016	Выборы Президента в США, победа Д. Трампа	
Май 2017	Встреча ОПЕК	Продление соглашения о снижении добычи нефти, потенциал для роста нефтяных котировок

Таким образом, очевидно, что фондовый рынок очень зависим от геополитических событий, однако стоит разделять их влияние, одни события влияют краткосрочно, другие же оказывают длительное давление.

На данный момент инвесторы должны понимать, что Россия находится в непростой геополитической обстановке, однако самые значимые негативные события можно считать пройденными. В целом политологи высказывают мнение о стабилизации ситуации между Россией и Европой, США. Таким образом, на данный момент политические факторы отошли на второй план, в перспективе ожидается несколько знаковых событий на ближайший год, которые могут значительно изменить фондовый рынок РФ.

Следующий шаг это оценка динамики цен на энергоносители, для РФ в первую очередь важны цены на нефть. Именно цена на нефть один из ключевых факторов стабильности рубля и экономики РФ, а так же главная статья доходов бюджета.



Рисунок 8 – динамика цен на нефть brent, долл./баррель

График цен на нефть за последние 14 лет, на данный момент мы наблюдаем ситуацию близкую к началу 2009 года. Цена на нефть прошла минимальную точку и начала восстанавливаться, для большинства компаний и для бюджета РФ комфортной считается цена выше 70\$/баррель. А для

инвестора это, сильный и очевидный сигнал для вложений в российскую экономику.

Как уже было сказано цены на нефть и геополитические события оказывают влияние на курс российской валюты, для инвесторов, как для внутренних, так и для иностранных это так же важно. Рассмотрим динамику рубля за последние 3 года.

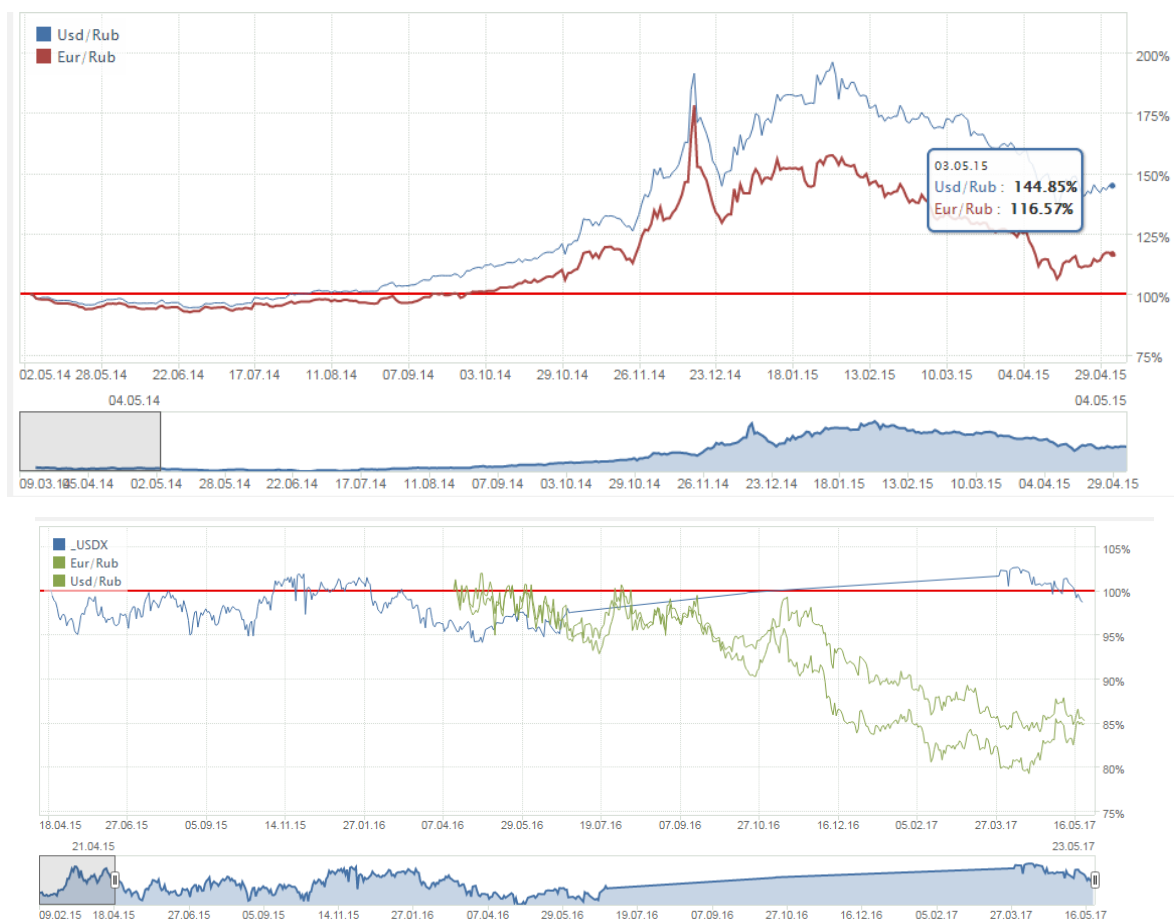


Рисунок 9 – Динамика курса рубля к доллару и евро

График курса валют до мая 2017 года наглядно демонстрирует действие политически факторов, курс рубля падает, в какой-то момент на рынке происходит панике, и затем осознание рынком фундаментальных основ. Заметим что, евро не столь значительно вырос относительно рубля, в отличие от доллара, тому есть причины:

- 1) Рост экономики США, увеличение политической власти и давления Америки в мире
- 2) Программа QE в ЕС, наличие экономических проблем в Европе, не позволяют развиваться с темпами развития США
- 3) В 2015 году стабилизация украинского вопроса, восстановление цен на нефть, отсутствие ожидаемых аналитиками дефолтов российских компаний, все это стало поводом для роста курса рубля.
- 4) Во второй половине стабилизация политического фона и как следствие падение курса валют по отношению к рублю.

Рассмотрев глобальные экономически и политически важные аспекты для экономики и фондового рынка РФ, перейдем к внутренним показателям для более точного определения состояния и динамики экономики РФ.

Начнем с главного индикатора состояния экономики-ВВП. ВВП-макроэкономический показатель, отражающий рыночную стоимость всех конечных товаров и услуг, произведённых за год во всех отраслях экономики на территории государства. Для инвестора этот индикатор говорит о привлекательности страны, если ВВП растет выше среднемировых темпов, то вложения в нее так же будут приносить больше прибыли.

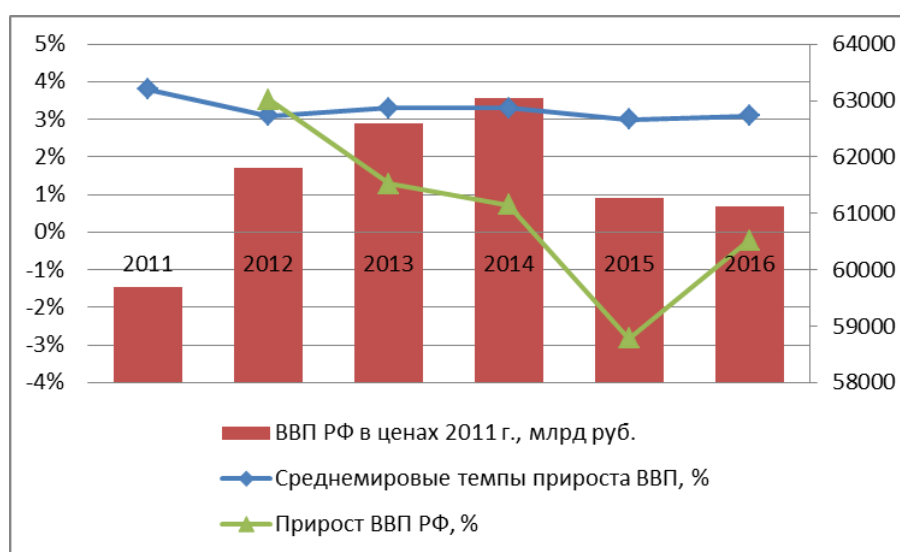


Рисунок 10 – Динамика ВВП¹

¹ <http://www.ereport.ru/stat.php?count=world&razdel=country&table=ggecia>

ВВП РФ демонстрирует снижение темпов роста после восстановления в 2010-2011, с 2013 года рост стал ниже среднемировых, это отпугивает инвесторов из-за рубежа, в 2015 году прирост ВВП РФ достиг минимума и был отрицательным. 2016 год показал замедление падения ВВП, с одной стороны отрицательный рост ВВП это сигнал для инвесторов к выходу из инвестиций в российскую экономику. С другой стороны сейчас инвестиции в РФ для иностранного капитала дешевы, как никогда из-за слабого рубля, несомненно, в скором времени облегчением отношение ЕС и РФ произойдет значительный приток капитала в РФ. И частный инвестор должен быть готов к этому моменту.

Но на данный момент, возможно, только оценить динамику движения капитала прошлых лет. Рассмотрим динамику иностранных инвестиций в российский фондовый рынок.

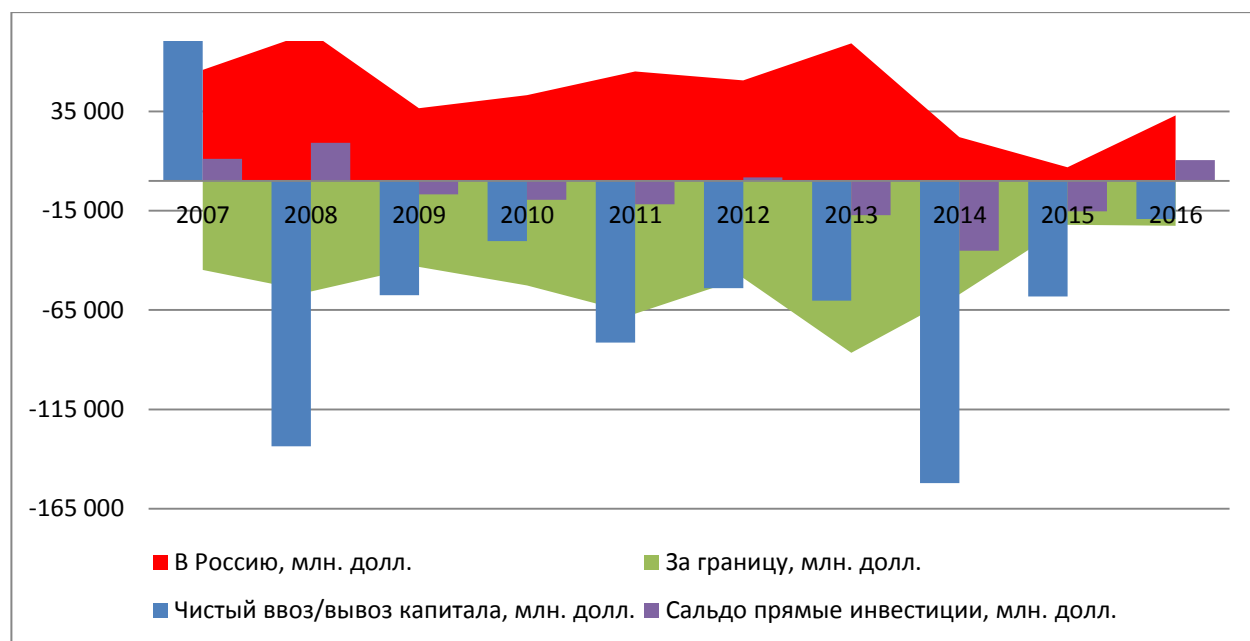


Рисунок 11 – Динамика движения капитала в РФ

Динамика движения капитала совпадает с движением индекса ММВБ, обвалы в 2008-2010 и в 2013-2016, имеют схожую характеристику.

Значительный отток капитала привел к снижению вложений в российские компании и снижению их капитализации.

Здесь инвестор должен заметить следующее:

- 1) Значительное повышение объемов движения капитала, перед падением
- 2) Последующий вывоз значительных объемов капитала за границу
- 3) Бурное восстановление рынка после стабилизации ситуации в 2009-2010 году, такое же развитие событий наблюдается и в 2015-2016 годах

В ситуации экономической дестабилизации, значительного оттока капитала, в совокупности с санкциями и падением курса рубля и котировок нефти, многие поддаются панике, появляются сомнения в возможности устоять экономике и многие инвесторы выходят от страха дефолта. Что бы избежать пустых волнений инвестору достаточно оценить внешний долг РФ, ЗВР и политику ЦБ.

Ключевые моменты в политике ЦБ следующие:

- 1) Переход к плавающему курсу рубля
- 2) Таргетирование инфляции
- 3) Оздоровление банковской системы
- 4) Поддержание курса рубля на комфортном уровне для экономики

Таким образом, отметим, что ЦБ от интервенции переходит к другим инструментам ДКП, основным из которых, стала ключевая ставка.

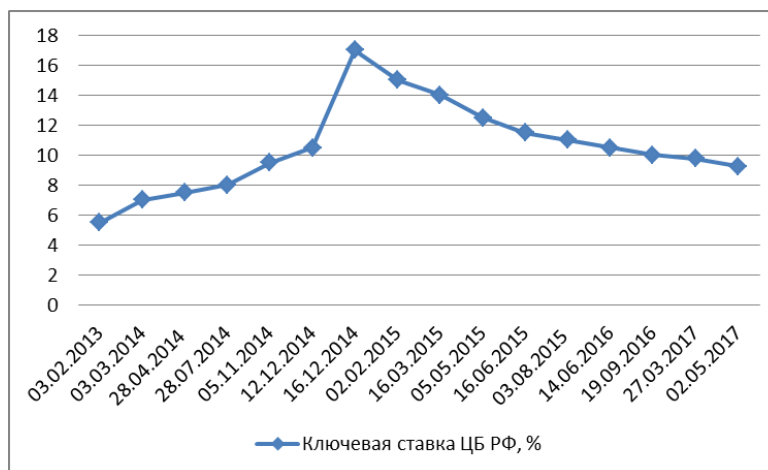


Рисунок 12 –Динамика ключевой ставки ЦБ РФ, %

Для инвестора ключевая ставка это сигнал для выбора вложений:

-С одной стороны, высокая ставка это высокая доходность по долговым инструментам и депозитам.

-С другой стороны, это падение цен на долевыми инструментами-акции, т.к. очевидно, что долгое время экономика не будет функционировать с высокой ставкой, то период с пиковым значением в 17% был наиболее выгодным для входа в активы агрессивным инвесторам или вход в долговые бумаги для консервативных трейдеров.

-Цель ЦБ ключевая ставка на уровне 5%, а это означает низкие ставки по кредитованию и депозитам, что предположительно должно заставить население искать альтернативу депозитам, вероятно это будет фондовый рынок.

Пройдя пик нестабильности ЦБ снижает ключевую ставку тем самым растет привлекательность акций и пропадает интерес к облигациям и депозитам.

Обратимся к динамике ЗВР и внешнего долга РФ, которые многих волновали последний два года.

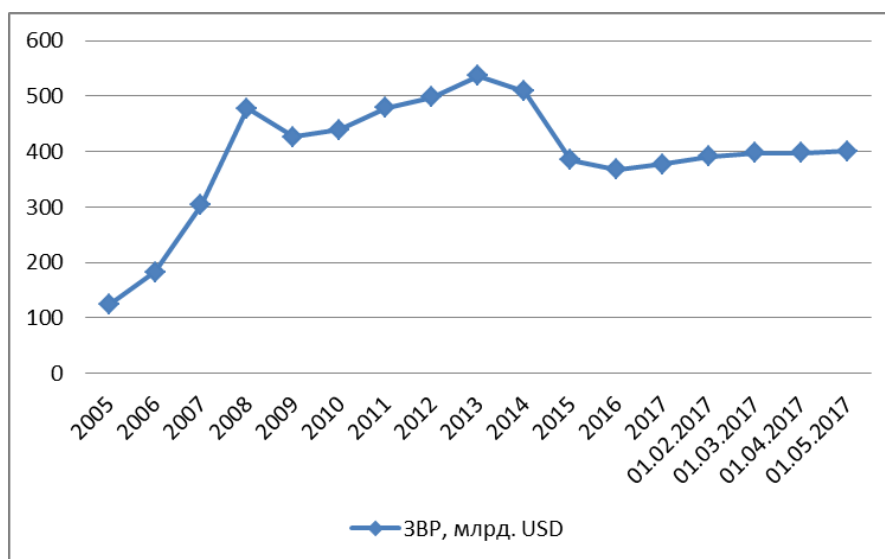


Рисунок 13 – Динамика ЗВР Банка России, млн. долл.

Итак, динамика ЗВР с осени 2013 года была нисходящая до апреля 2015 года, сейчас ЦБ РФ восстанавливает запасы через выкуп валюты с рынка. ЦБ заявил, что курс рубля выше комфортного в связи с этим производится выкуп

валюты.² С точки зрения макроэкономической объемы ЗВР страны находятся на высоком уровне, переход к плавающему курсу рубля так же позволяет сохранить резервы. Стоит отметить, что падение запасов в 2015 году связано с кредитованием банков через РЕПО, соответственно через промежуток времени эти кредиты будут возвращены.

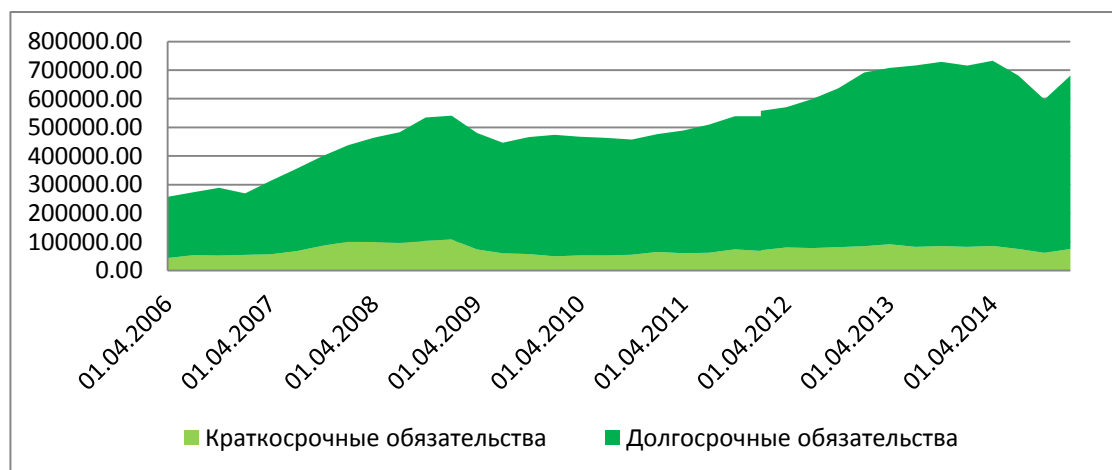


Рисунок 14 – Динамика внешнего долга в разрезе краткосрочных и долгосрочных обязательств, млн. долл.

Динамика внешнего долга не вызывает опасений, краткосрочные обязательства находятся на не высоком уровне, рост долгосрочных обязательств не вызывает опасений по причине их плавного увеличения и небольшого размера относительно ВВП страны.

Важный момент это структура долга не только в разрезе срока, но и в разрезе государственного и частного.

² <http://www.cbr.ru/Press/>

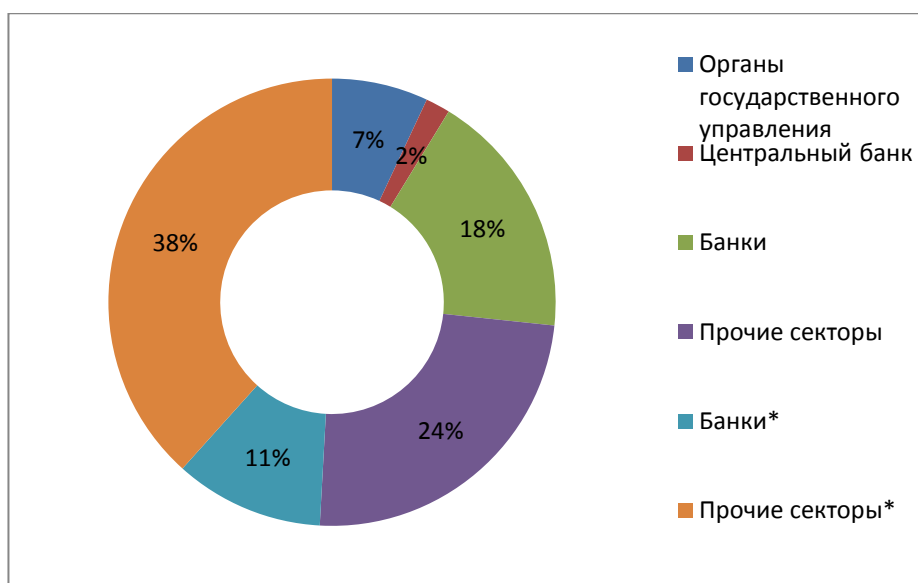


Рисунок 15 – Структура внешнего долга РФ по итогам 1 кв. 2017

Итак, структура внешнего долга не вызывает для экономики страны и стабильного функционирования по следующим причинам:

1) На органы госуправления, ЦБ, банки и прочие секторы с госучастием приходится менее половины внешнего долга и даже в экстренном случае государство сможет погасить задолженность за счет ЗВР.

2) Более половины долга приходится на частный сектор (на рисунке 15 обозначены *), стоит отметить, что согласно исследованию РА-Эксперт, запасы частных компаний значительно превышают их внешний долг.

Таким образом, были рассмотрены ключевые моменты, интересующие инвестора в макроэкономическом разрезе, согласно разработанной схеме необходимо сделать вывод о состоянии экономики и ее перспективах:

1) Основные проблемы для РФ последовали в результате политических событий, на данный момент их влияние несколько снизилось, инвестору стоит обратить внимание на предстоящие ключевые события (Таблица 1)

2) Падение цен на нефть и одновременное ослабление рубля позволяют российскому бюджету находиться в комфортных условиях.

3) ЗВР и объемы внешнего долга так же не вызывают опасений, ожидать дефолта инвестору не стоит, в ближайшей перспективе продолжится восполнение запасов, а пик платежей по долгам был пройден в первом полугодии 2016.

4) Негативный момент – это медленный рост ВВП и его стагнация, по оценкам МВФ рост валового продукта РФ по итогам 2017 составит 1,4%³, стоит отметить, что прогноз регулярно обновляется в лучшую сторону, Минфин ожидает рост в пределах 2%

В дополнение стоит обратить внимание на интересный момент-эффект девальвации, ярким примером являются страны БРИКС, которые пережили падение национальной валюты. Именно девальвация привлекла значительный объем иностранных инвестиций ввиду дешевых активов для иностранцев.

Для инвестора сейчас рынок российских акций, несомненно, выглядит привлекательным в долгосрочной перспективе, многие компании дешевы как никогда, по аналогии с 2009 годом можно предположить бурный рост в ближайшем времени.

Теперь определим, с какими отраслями наиболее интересно работать инвестору в сложившейся ситуации:

Таблица 2 – Определение перспективных отраслей

Отрасль	Перспективы	Решение
Нефтегазовая	<ul style="list-style-type: none"> -Наиболее крупная отрасль в экономике РФ и на фондовом рынке. -Практически все компании ориентированы на экспорт добываемого сырья -Произошла стабилизация нефтяных котировок -Выручка в рублевом эквиваленте за 2017 год будет ниже, чем за 2016 	Инвестировать в отдельные компании
Финансовый сектор	<ul style="list-style-type: none"> -В целом отрасль малоперспективна, но на фондовом рынке РФ представлена Сбербанком и ВТБ, остальные компании крайне неликвидны, с точки зрения представления отрасли этими 2 компаниями, инвестору стоит заинтересоваться -Созданные резервы под обесценение за 2014 год, переоценены обратно в 2015 году, в 2016-2017 подобной ситуации не будет -Продолжение снижения ключевой ставки позволит восстановиться кредитованию -Повышение требований со стороны ЦБ 	Не инвестировать

³ http://www.gazeta.ru/business/news/2017/05/21/n_7216209.shtml

Окончание таблицы 2 - Определение перспективных отраслей

Цветная металлургия	-Перспективная отрасль, работающая в большей степени на экспорт -В отрасли отсутствуют государственные компании -Политические события и санкции не оказывают влияния	Инвестировать
Потребительский сектор	-Санкции и эмбарго оказывают влияние на ассортимент -Курс рубля негативно сказывается на отрасли -Снижение покупательской способности населения	Не инвестировать
Химия и нефтехимия	-Интересны экспорт ориентированные компании -Отрасль так же лишена влияния от политических событий -Стабильные цены на отдельные виды сырья -Отрасль на фондовом рынке представлена мировыми лидерами по производству и добыче нефтехимических продуктов	Инвестировать
Электроэнергетика	-Внутреннеориентированная отрасль, девальвация рубля принесла только убытки по переоценке долгов -В целом отрасль стагнирует и во многом подконтрольна государству -Возможен поиск корпоративных событий	Инвестировать в компании с корпоративным и событиями
Авиастроение и ВПК	- Отрасль с госучастием в большинстве компаний - Низкий интерес к продукции у зарубежных потребителей -	Не инвестировать

Итак, выше определены отрасли, которые очевидно перспективны для инвестирования, это не значит, что компании других отраслей не привлекательны, в каждой отрасли можно найти компанию с корпоративными событиями или дивидендной историей. Однако выбранные отрасли имеют мощные внешние драйверы роста, которые в комбинации с внутренними принесут большой эффект.

Для примера анализа возьмем химическую/ нефтехимическую отрасль. Рассмотрение нефтегазовой отрасли не столь интересно, т.к. котировки компаний этой отрасли всегда достаточно стабильны, это главный сектор экономики и фондового рынка РФ.

Охарактеризуем отрасль на фондовом рынке, всего на бирже Москвы обращаются акции 14 компаний данного сектора, на долю компаний химии и

нефтехимии приходится не более 3% ежедневного оборота торгов Московской биржи, наиболее крупные представлены ниже:

Таблица 3 – Характеристика эмитентов

Эмитент	Характеристика
ОАО Уралкалий	-«Голубая фишка» входит в состав индекса ММВБ, доля 0,3% в индексе
ОАО АКРОН	-«Голубая фишка» входит в состав индекса ММВБ, доля 0,23% в индексе
ОАО Фосагро	-«Голубая фишка» входит в состав индекса ММВБ, доля 0,8% в индексе
ОАО НКНХ	-мало ликвидный актив
ОАО Куйбазот	-мало ликвидный актив

Первым шагом стоит определить рынок, на который ориентирована отрасль. Каждая из компаний в большей степени занимается одним из видов сырья: калий, фосфат, азотное сырье или нефтепереработка.

В среднем сырье этого типа на 70-80% от всего объема уходит на экспорт, все компании без исключения ориентированы на внешний рынок. Соответственно рост курса доллара благоприятно сказался на доходах отрасли.

Рассмотрим доли рынка ведущих компаний по видам сырья в мире.

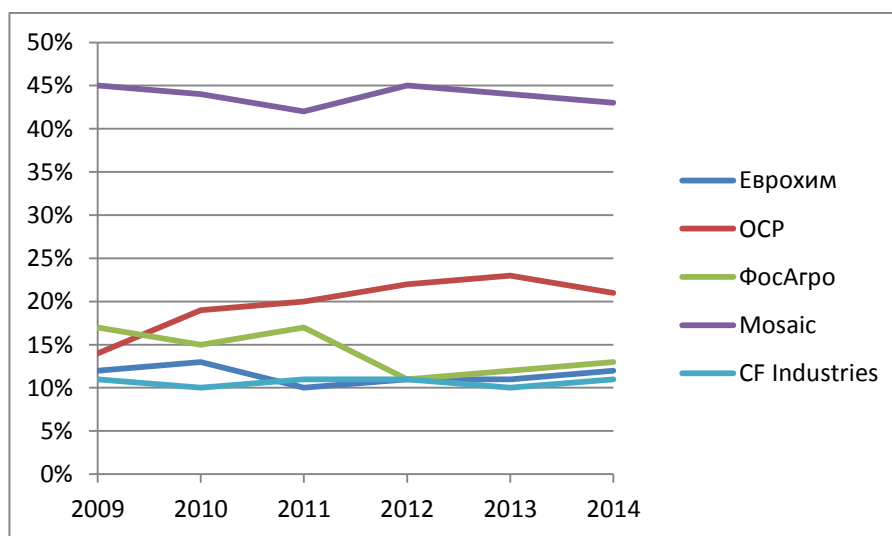


Рисунок 16 – Доли рынка компаний реализующих фосфоросодержащие удобрения

В сфере добычи фосфорсодержащих удобрений ФосАгро занимает 3 место в мире по доле рынка, конкуренция с одной стороны не высокая, с другой на рынке присутствует крупный игрок, контролирующий более 40% рынка. Судя по динамике долей рынка, ФосАгро постепенно наращивает объемы добычи и реализации по итогам 2017 года по оценке ФосАгро их доля оставалась стабильной на уровне 2014 года.

На рынке фосфатных удобрений в конце 2016 года наблюдалось снижение спроса на продукцию, а вместе с ним снижение цен на сырье, по итогам 4 кв. 2016 года цена за тонну сырья снизилась на 15%.

На рынке калия существуют особые условия установления цен, это связано с наличием 3 контролирующих игроков:

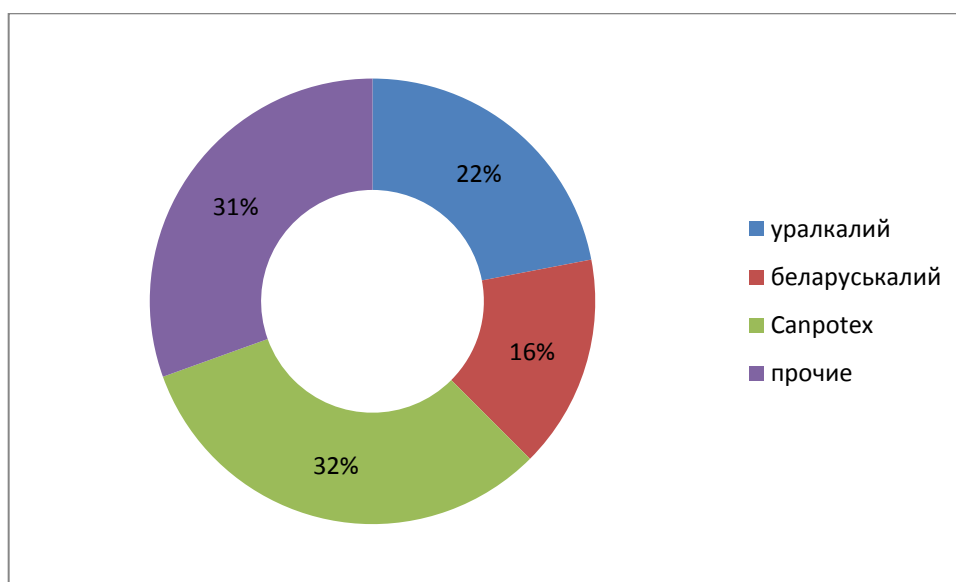


Рисунок 17 – Доли игроков на рынке калийных удобрений, %

Три компании контролируют почти 70% рынка, минимальная цена на контракты определяется сделками с китайскими партнерами.⁴ На 2017 год определена цена в диапазоне 210-230 долларов за тонну калийного сырья, что несколько выше цены 4 квартала 2016 года, но ниже среднегодовой стоимости. Стоит рассмотреть динамику цен в рублях и долларах на сырье, эффект

⁴ <http://belprauda.org/belaruskalij-vydavlivayet-uralkalij-s-rynka/>

девальвации приносит сверхприбыли российским компаниям работающим на экспорт.

Стоит отметить, что спрос на сырье только растет, по итогам 2016 года спрос упал на 10%, но ожидается рост в 2017-2018 году, как следует из презентации Уралкалия.

Поскольку на данный момент химическая отрасль является одной из наиболее динамично развивающихся, инвестиции в эту сферу с каждым годом растут, с 2010 по 2017 год наблюдался стабильный рост вложений на 4-7%, за несколько лет эта отрасль стала одной из важнейших для РФ, сейчас на долю химического сектора приходится до 10% ВВП России.⁵

В законодательной сфере для данной отрасли нет, каких либо опасных моментов, правительство лояльно к данной сфере, системы налогообложения стабильны, в отличие от нефтегазового сектора.

Подведем итоги о состоянии отрасли:

Таблица 4 – Итоговое мнение о состоянии отрасли

Ключевой момент	Состояние в отрасли
Рынки работы	Внешние до 90% от всего объема
Конкуренция	Не высокая
Рост отрасли	Активно растет, в течении 1-2 лет ожидается рост на 10-15%
Финансовые показатели	Выросли на фоне девальвации рубля
Политика государства	Лояльная, отрасль не подвержена вмешательству правительства
Предположительно интересные компании	ОАО Уралкалий, ОАО Фосагро и ОАО АКРОН

В окончание анализа отрасли приведем средние значения мультипликаторов по отрасли, представленные данные получены от РБК⁶

Таблица 5 –Средние по отрасли мультипликаторы

P/E	P/S	P/Div	EV/EBITDA
8,1	2,2	6,5%	5,3

Относительно невысокое значение P/E говорит о том, что в целом компании на рынке недооценены, но такое положение возможно из-за

⁵ <http://www.delprof.ru/> - «Перспективы развития химической отрасли России»

⁶ <http://quote.rbc.ru/fa/>

наличия множества мало ликвидных эмитентов, цены акций которых мало изменяются или меняются очень быстро. Дивидендная доходность по отрасли в среднем не впечатляет.

3.2 Построение стратегии инвестора по разработанной методике

Для построения стратегии выбран российский фондовый рынок, в результате анализа общей макроэкономической ситуации были отобраны наиболее перспективные отрасли. Для примера реализации методического подхода отобраны химическая отрасль и банковский сектор.

Исследование химической отрасли выявило компании, которые потенциально интересны нам: Уралкалий, Фосагро и АКРОН.

Согласно разработанной стратегии в первую очередь проведем поиск корпоративных событий у компаний:

Таблица 6 – Корпоративные события компаний на 2014-2017 годы

Компания	Событие
Уралкалий	-18 ноября 2014 года, затопление рудника Соликаменск-2, потеря 8-10% объемов производства -22 мая 2015, buy-back 11-12% акции и АДР компании -первый квартал 2017, заключение контрактов с ведущими импортерами сырья, по ценам выше конца 2016 года -май 2017 выкуп акций по цене 137 руб./акция -рост мощности производства к 2020 году в 1,5 раза
АКРОН	-конец 2016 года, запуск нового рудника рост производства на 10-11% -рост производства на 30-40% к 2021 году
Фосагро	-падение производства в 2016, на 11-13% -рост производства к 2020, на 20-25% -2016 год, консолидация с дочерними предприятиями в единое

Все компании имеют амбициозные планы по развитию на рынке в своем сегменте, однако Уралкалий имеет более значимые события, а его позиция в отрасли не вызывает опасений. Для инвестора обратный выкуп это значимое событие т.к. это приводит к увеличению доли акционера. С другой стороны это снижение капитализации компании без снижения показателей компании.

Таким образом, реализация стратегии будет проводиться на базе обыкновенных акции ОАО Уралкалий.

Таблица 7 - Характеристика ОАО Уралкалий

Показатель	Характеристика
Кол-во акций	2 936 015 891 шт.
Номинал	50 копеек
Уровень ликвидности	Высокий
Доля free-float	5.61% на начало мая 2017 г.

Акции компании являются высоколиквидными, значит, возможна покупка и продажа значительного числа бумаг в любой момент. Важным моментом является уменьшение числа акций компании, о котором говорилось выше.

Структура акционеров выглядит следующим образом:

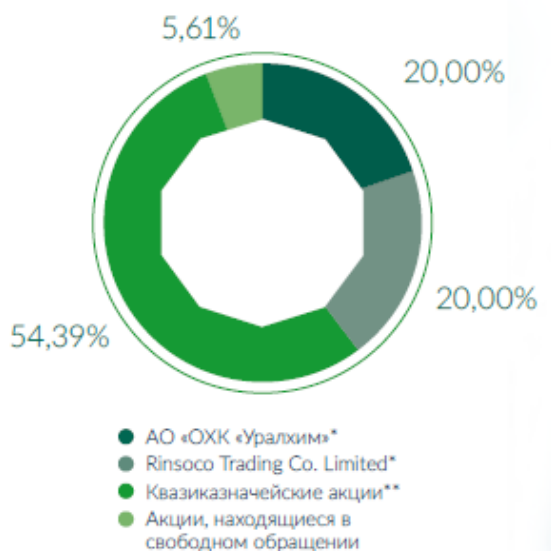


Рисунок 18 – Структура акционеров Уралкалий 01.05.2017 г.

Значительную часть контролируют Уралхим, и Rinsoco, ожидается, что после завершения майской программы выкупа Уралхим и Rinsoco увеличат свои доли т.к. не участвовали в выкупе.

Уралкалий экспортоориентированная компания, основные рынки сбыта: Китай, Индия и страны Америки

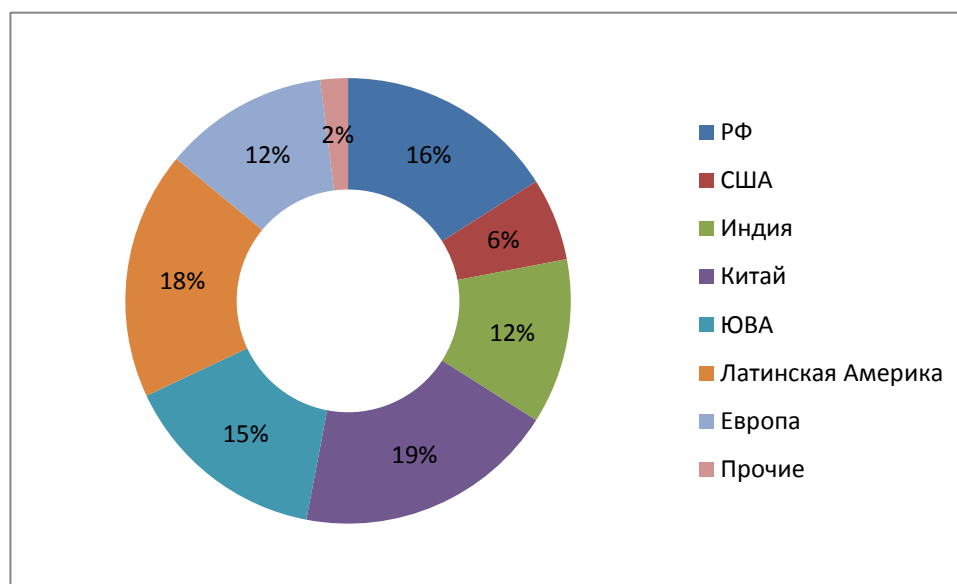


Рисунок 19 – Структура сбыта по итогам 2016 года

По итогам 2016 года на экспорт ушло 84% продукции, 16% продано на внутреннем рынке, основная валюта для расчетов – доллар, внутренние цены не привязаны к экспортным, их уровень значительно ниже. Стоит отметить, что соответственно и 84% выручки, компания получает в долларах, в совокупности с девальвированным рублем, Уралкалий с 2015 года получает сверхприбыль. Важный момент, что издержки Уралкалия полностью рублевые.

По результатам 2016 года мировой спрос на сырье превысил 62 млн. тонн продукции, на долю Уралкалия пришлось 11 млн. удобрений, что на 2% ниже значения 2015 года. В целом рыночная конъюнктура благоприятная, спрос в 2017 году растет, появление новых конкурентов исключено, контракты с потребителями на 2017 год заключены.

Перейдем к оценке инвестиционной привлекательности компании для этого проанализируем дивидендную историю компании.

Остановимся на основных положениях дивидендной политики компании⁷:

⁷ Положение о дивидендной политике ПАО «УРАЛКАЛИЙ»

- Выплата дивидендов регулируется законодательством Российской Федерации.

- Источником выплаты дивидендов является прибыль Компании после налогообложения (чистая прибыль Компании). Чистая прибыль определяется по данным бухгалтерской отчетности Компании.

- В соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», уставом Общества и Положением о дивидендной политике, Общество вправе принимать решение (объявлять) о выплате дивидендов как по результатам финансового года, так и по результатам первого квартала, полугодия, девяти месяцев финансового года (промежуточные дивиденды).

- Решение о выплате (объявлении) дивидендов, в том числе решение о размере дивиденда принимается Общим собранием акционеров Общества. Вместе с тем размер дивидендов не может быть больше рекомендованного Советом директоров Общества. Совет директоров Общества формирует рекомендации общему собранию акционеров по порядку распределения прибыли в качестве дивидендов, а также рекомендации по размеру дивиденда по акциям Общества и порядку его выплаты не реже двух раз в течение календарного года.

- Положением о дивидендной политике ПАО «Уралкалий» предусмотрено, что Совет директоров Общества разрабатывает рекомендаций Общему собранию акционеров по размеру дивидендов за определенный период. Вместе с тем, Общество обращает внимание акционеров, что принятие решения о выплате дивидендов является правом, а не обязанностью Общества.

Таблица 8 – Дивиденды ОАО Уралкалий

дивы	Дата составления списка лиц, имеющих право на получение дивидендов	цена акции	Размер дивиденда на одну обыкновенную акцию, руб.	P/div
2017	-	-	нет	-
2016	-	-	нет	-
2015	-	-	нет	-
2014	-	-	нет	-
2013	20.06.2014	163,1	3,84	0,023544
2012	25.04.2013	240,63	8,61	0,035781

Дивидендная история не выглядит привлекательной, Уралкалий не та компания, которая интересна дивидендными выплатами. Вероятнее всего и ближайшем будущем с учетом выкупа акций и ростом прибыли за счет эффекта девальвации ожидать щедрых дивидендов не приходится.

Перейдем к рассмотрению финансового состояния эмитента, первым делом обратим внимание на долговую нагрузку компании, ниже представлены действующие кредиты компании:

Таблица 9 – Действующие кредиты ОАО Уралкалий по состоянию на конец 1-ого квартала 2017 г.

Банк	Сумма остатка основного долга, \$	Срок погашения
Банк Сосьете Женераль	65306122,55	04.08.2017
BNP Paribas	764705882,36	31.05.2018
Сбербанк России *(руб)	4500000000,00	14.09.2018
Сбербанк России* руб	400000000,00	30.06.2020
VTB Capital* руб	3285000000,00	05.08.2018
UniCredit Bank AG	74241144,19	15.10.2027
Сбербанк России	2000000000,00	18.12.2019
COMMERZBANK Aktiengesellschaft	450000000,00	19.06.2019
Uralkali Finance Limited	650000000,00	30.04.2018
Кредиты для выкупа акций (2 квартал)	530000000,00	17.04.2019

По представленным данным видно, что более 80% суммы кредита в валюте, согласно отчету Уралкалия, годовая ставка по кредитам находится на уровне 2-3% годовых. Валютные риски в обслуживании долга не велики, т.к. получаемая прибыль и валюта долга совпадают.

С точки зрения оценки устойчивости компании интересна оценка нескольких показателей отобранных для анализа согласно разработанной схеме.

Таблица 10 – Показатели долговой нагрузки ОАО Уралкалий по итогам 2016 г.

Коэффициент	Значение	Норматив
Чистый долг/EBITDA	4,67 (2.8 в 2015 году)	<3,5
Финансовый рычаг	2,6	рекомендуемый менее 1
Ко-т покрытия процентов	7,208546	>2

Долговая нагрузка предприятия по 2 показателям вызывает опасения, запаса прочности большого нет. Финансовый рычаг имеет очень высокое значение, стоит обратить внимание на причину данного явления-рост долга в рублевом эквиваленте, при неизменной величине капитала, если бы выручка компании была в рублях это существенно повлияло на компанию, однако в данной случае, такая ситуация не вызывает опасений.

Долговая нагрузка компании не вызывает опасений для инвестора на данный момент исходя из баланса компании на 2016 год приходится 110 832 млн. руб. задолженности (краткосрочные обязательства), к концу первого квартала 2017 осталось лишь 91 017 млн. руб.

Обслуживание такой задолженности у компании возможно благодаря стабильной выручке и высокой рентабельности (рисунок 19).

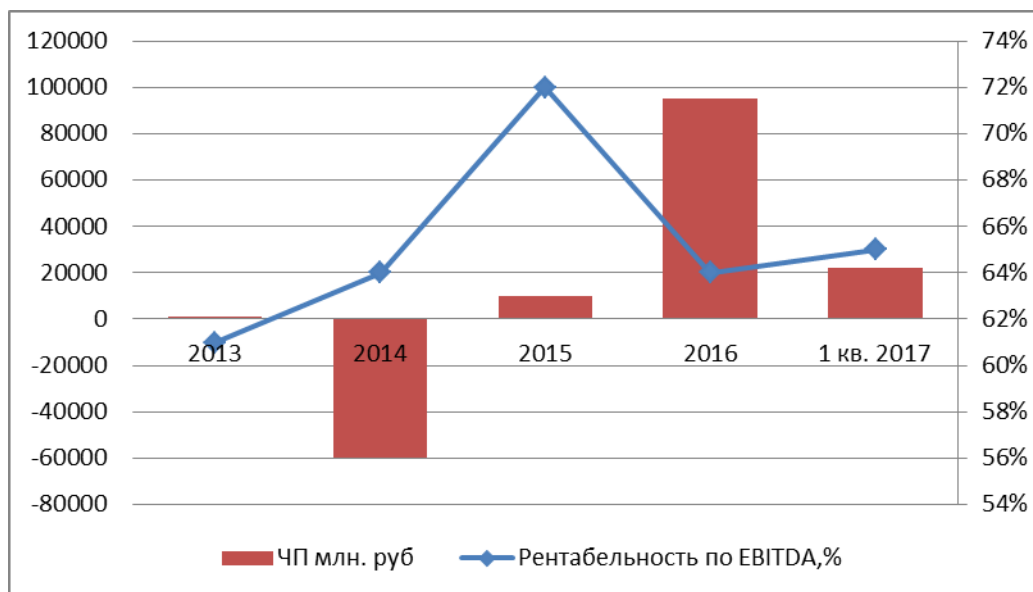


Рисунок 20 – Рентабельности и ЧП ОАО Уралкалий

Наблюдается очень высокий уровень рентабельности по EBITDA, и соответственно высокий уровень ЧП, с точки зрения долгосрочных инвестиций показатель EBITDA выглядит привлекательным.

Как правило, прибыль первого квартала для компании не является максимальной по причине высоких выплат по кредитам, и отсрочке платежей

от заказчиков на 2 квартал. Можно смело полагать - второй квартал 2017 принесет высокую прибыль.

Перейдем к оценке финансовых коэффициентов:

$$K_{ал}^{2016} = 2,69$$

$$K_{ал}^{1 кв. 2017} = 13,35$$

Компания имеет значительные запасы денежных средств, главным образом, резкий скачек в 2017 году обоснован подготовкой к выкупу акций, по итогам 2 квартала коэффициент ликвидности придет к норме.

Общий коэффициент покрытия

$$K_{покр.}^{2016} = 3,59$$

$$K_{покр.}^{1 кв. 2017} = 21,052$$

Данный коэффициент так же за пределами нормы, говорит о высоком обеспечении краткосрочных обязательств, т.е. компания способна без проблем гасить обязательства за счет активов.

Анализ финансового состояния компании показал ее привлекательность для инвестора. Следующий шаг оценка мультипликаторов инвестиционной привлекательности.

Таблица 11 – Мультипликатор P/E

	Ко-во акций	Цена акции	Капитализация	ЧП	P/E
01.01.2017	2 936 015 891	165	484 442 622 015	94 958 000 000	5,1
01.06.2017*	2 936 015 891	129,5	380 360 858 679	16 825 049 000	17,3

*учитывается выручка 1 квартала

На начало 2017 года ОАО Уралкалий являлась недооцененной компанией, т.к. для российских компаний выбранной отрасли средний уровень мультипликатора P/E, по итогам 2016 года составил 8,3. На начало 2017 года очевидна недооцененность компании, для долгосрочных инвесторов это был удачный момент для входа, если бы не анонс выкупа акций в мае. По результатам 1 квартала компания получила ЧП в 23% от годовой за 2016 год и на 5% больше, чем в 1 квартале 2016. Вероятно, что прибыль за 2017 год будет выше или на уровне предыдущего года.

Прогноз прибыли на 2017 год, построен с учетом конъюнктуры рынка⁸:

Выручка=116000000т.*215\$*60р=149 640 000 000 рублей

EBITDA=149 640 000 000*0,65=97 266 000 000 рублей

EBITDA за 2016 год составила 70 980 млн. руб., предполагается что 2017 год по операционной прибыли пройдет лучше 2016, если доходы от финансовой деятельности будут на уровне 2016 года, то чистая прибыль по итогам 2017 окажется на уровне 111-115 млрд. рублей, при текущей капитализации компании, мультипликатор P/E составит 3,2-3,5, что является крайне низким показателем.

В отличие от P/E мультипликатор P/S не подвержен влиянию финансовой деятельности, он не имеет резких скачков, но говорит о тенденции в развитии компании.

$P/S_{2015}=499\,122\,701\,470/189\,189\,000\,000=2.6$

$P/S_{2016}=484\,442\,622\,015/151\,731\,000\,000=3,2$

$P/S_{2017\text{прогноз}}=484\,442\,622\,015/149\,640\,000\,000=2,5$

Мультипликатор P/S так же говорит о недооцененности компании и сигнализирует о выгодном приобретении акций компании

Рассчитаем показатель прибыль на акцию:

$EPS_{2013}=7,75\text{руб.}$

$EPS_{2014}=-12,91\text{руб.}$ $EPS_{2014}^{\text{без фин. убытка}}=18\text{руб.}$

$EPS_{2015}=4,55\text{руб}$

$EPS_{2016}=32,34\text{руб}$

$EPS_{2017\text{прогноз}}=37,8-39,17\text{руб}$

Наблюдается рост показателя доходности на акцию, так же учитывая возможную выплату дивидендов по итогам 2017 года, акция становится крайне интересной для инвестирования.

Оценка мультипликатора P/CF показала следующее:

$P/CF_{2016}=484\,442\,622\,015/121\,250\,000\,000=3,99$

⁸ <http://www.uralkali.com/> - Ключевой элемент N1 2017

По результатам 2016 года компания имеет достаточный уровень денежного потока, что дает возможность провести очередной выкуп акций с привлечением кредитной линии. Таким образом показатели денежного потока в компании в норме, деятельность фирмы не вызывает опасений.

Итак, сведем в одну таблицу полученные значения мультипликаторов.

Таблица 12 – инвестиционные мультипликаторы для ОАО Уралкалий

год	P/E	P/S	P/Div	EPS	P/CF
2016	5,1	3,2	0	32,34	3,99
2017*	3,2-3,5	2,5	0	37,8-39,17	-

*Прогнозное значение

Полученные мультипликаторы говорят о необходимости приобретения обыкновенных акции ОАО Уралкалий. Последним шагом служит выполнение технического анализа котировок акций для поиска точки входа и точки выхода.



Рисунок 21 - Динамика котировок АО Уралкалий, интервал месяц

На данный момент акции Уралкалия находятся в близи поддержек, уровень цен сейчас близок к тому, что был после аварии на Соликаменск-2, однако сейчас ситуация на руднике стабильная, в цену акции заложены слишком большие опасения. Индикатор RSI сигнализирует о близости точки разворота тренда акции, MACD на данный момент сигнализирует о продолжении снижения стоимости акций. Исходи из наличия двух поддержек,

первой на уровне 129.55р и второй на уровне 110р, инвестору стоит начать покупки с уровня 129р.



Рисунок 22 - Динамика котировок АО Уралкалий, интервал день

На графике наблюдается разрыв котировок - гэп, как правило такие разрывы закрываются в течении нескольких месяцев. Причиной данного провала котировок стало объявление о стоимости выкупа акций -137р за акцию.

Перед окончательным формированием стратегии оценим минимальный уровень доходности для инвестора:

1. С фундаментальной точки зрения это момент достижения Р/Е среднеотраслевого уровня, т.е. 8,1, при этом цена акции должна составить 185,4 рубля, что составит 42% прироста курсовой стоимости.
2. С технической точки зрения существенным уровнем сопротивления является интервал 160-170 рублей за акцию, с сентября 2013 года котировки несколько раз снижались при достижении это сопротивления.
3. Отслеживание курса доллара, а так же конъюнктуры рынка поможет более точно определить момент выхода из актива.

Таким образом, проведя исчерпывающий анализ макроэкономических данных, отраслевых и выбранной для применения методического подхода компании была построена следующая стратегия:

1. Согласно инвестиционным мультипликаторам и финансовому анализу компания Уралкалий привлекательна для долгосрочных инвестиций по состоянию на май 2017 года.

2. Технический анализ показал, что точка входа в акции находится в интервале 129-110 рублей за акцию.

3. Горизонт инвестирования от 6 месяцев, данный промежуток обусловлен переоценкой актива по мере выхода отчетности компании, предварительной возможности оценки дивидендных выплат по результатам 2017 года и главное понимание судьбы эмитента на бирже.

4. Точка выхода из акций определяется инвестором в начале 4 квартала 2017 года, с учетом изменений конъюнктуры рынка и скорректированными показателями по итогам 3 кварталов 2017 года.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящее время трейдинг в России «входит в моду», каждый инвестор, начинающий торговать на фондовом рынке хочет получить доход от этой деятельности. Для обеспечения доходности необходимо четко представлять механизм действия рынка, иметь четко проработанную стратегию.

Главная особенность российского фондового рынка РФ-это его не стабильность и молодость. В связи с этим выяснилось, что стратегии западных инвестор не всегда работают на фондовом рынке РФ, так, например теория портфельных инвестиций не может дать объективный прогноз доходности из-за высокой волатильности рынка. Поэтому выбраны методы, основанные на фундаментальном подходе, которые работают на всех рынках и будут всегда эффективны.

Оценка инвестиций на фондовом рынке требует учитывать все: внешние и внутренние факторы, СМИ, геополитику, конъюнктуру рынка. Значит, стратегия инвестора так же должна затрагивать все эти аспекты.

В результате изучения теоретической части были рассмотрены стратегии применяемые инвесторами на рынке, выделены плюсы и минусы основных из них, в результате анализа сильных и слабых сторон выбрана стратегия долгосрочного инвестирования, основанная на фундаментальном и техническом анализе.

В выпускной квалификационной работе была разработана поэтапная схема работы инвестора на фондовом рынке РФ, основанная на фундаментальном и техническом анализе.

Разработанная схема включает в себя 5 пунктов и представляет собой всесторонний анализ макроэкономического состояния страны, положения отрасли в целом и состояния отдельного эмитента.

Главными преимуществами разработанной стратегии является:

- 1) универсальность – возможность применения методов на разных фондовых рынках;

2) сопоставимость результатов – обеспечение возможности сравнения результатов применения методического подхода относительно различных объектов инвестирования.

3) эффективность – будут использованы лишь самые необходимые показатели для анализа и принятия решений

4) гибкость – проведенный анализ не будет терять актуальность длительное время и может дополняться и корректироваться с изменением ситуации

5) масштабность – анализ проводимый инвестором позволяет оценить ситуацию глобально и локально

Достижение этих эффектов возможно из-за блочного разбиения анализа, первый этап дает глобальную оценку состояния страны и возможностей инвестиций в нее. Второй этап позволяет оценить перспективы отрасли и сразу же определить интерес к компаниям, работающим в ней.

Третий этап дает инвестору исчерпывающую информацию об эмитенте, и котировках его акций, создавая полную картину перспектив инвестирования.

Реализация стратегии проводилась на фондовом рынке РФ. Макроэкономический анализ показал перспективы экономики РФ в долгосрочном периоде, при условии геополитической стабильности. Оценка политики ЦБ, а так же сложившейся ситуации, позволило определить сложности в отдельных отраслях, таких как банковская и потребительский сектор. В результате анализа из привлекательных отраслей, базой для практического применения выбрана была химическая отрасль. Сравнение компаний отрасли, по набору свершившихся и предстоящих корпоративных событий позволило выбрать ОАО Уралкалий, как наиболее интересную для инвестирования. Благодаря разработанной схеме анализа и принятия решения по нему, были выявлены оптимальные точки входа и выхода из обыкновенных акций компании на Московской бирже.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Акулич М.В. Оценка стоимости бизнеса. – Спб.: Питер, 2016. -272 с.
- 2 Батяева Т.А., Столяров И.И. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие для вузов. – М.: ИНФРА - М, 2015. – 304 с.
- 3 Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг: учебное пособие/М:Инфра-М. 2017. 143 с.
- 4 Берзон Н.И. Рынок ценных бумаг: учебник/М:Юрайт,–2015.–292 с.
- 5 Бернстайн, Л. А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация : пер. с англ. – М. : Финансы и статистика, 2013. – 624 с. – ISBN 5-279-01555-5.
- 6 Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М: Олимп-Бизнес, 2007. – 1008 с.
- 7 Буренин А.Н. Управление портфелем ценных бумаг. – М. : Научно-техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2016. – 81 с.
- 8 Вильямс Л. Долгосрочные секреты краткосрочной торговли. М: ИК «Аналитика», 2015.- 312 с.
- 9 Генкель А. Основные виды ценных бумаг и инвесторов на российском фондовом рынке // Аналитическая лаборатория «Веди» - www.vedi.ru.
- 10 Гитман Л., Джонк М. Основы инвестирования – М.: Дело, 2016. – 386 с.
- 11 Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2008. - 736 с.
- 12 Данилова Т.Н. Стратегия инвестирования: учебное пособие/Т.Н. Данилова – Н. Новгород: ВВАГС,2015. – 147 с.
- 13 Едророва В.Н., Новожилова Т.Н. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие для вузов. – М.: Магистр, 2014. – 684 с.
- 14 Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран. – Москва, 2016. – 1342 с.

- 15 Еленева, Ю.Я. Оценка компаний методом мультипликаторов: зарубежный опыт и практика / Ю. Я. Еленева // Аудит и финансовый анализ. – 2017. – № 2. – С. 10–18.
- 16 Иванова, Е.В. Ценные бумаги как биржевой товар / Е. В. Иванова // Инвестиционный банкинг. – 2017. – № 4. – С. 30–36.
- 17 Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг: Учебник для вузов. – М.: Экономистъ, 2015. – 687 с.
- 18 Козырь, Ю. Изменение структуры капитала и способы оценки акций / Ю. Козырь // Рынок ценных бумаг. – М., 2017. – № 16
- 19 Коттл, С. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда : пер. с англ. / С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок. – М. : Олимп-Бизнес, 2011. – 704 с
- 20 Кургузкин А.А. Биржевая торговля. Игра по собственным правилам. – М.: АСТ, 2015. – 220 с.
- 21 Лугуев, О. Оценка фундаментальной стоимости компании / О. Лугуев // Рынок ценных бумаг. – М., 2015. – № 19.
- 22 Мерфи Д. Межрыночный технический анализ. М: Диаграмма, 2002. – 317 с.
- 23 Нил У. О. Как делать деньги на фондовом рынке. Стратегия торговли на росте и падении. М: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 336 с.
- 24 Панченко, Д. Американская мечта: когда российский рынок станет похожим на США? / Панченко Д. // Рынок ценных бумаг. – 2017. – № 9. – С. 19–23.
- 25 Петров, К. Новые правила выплаты дивидендов: позиция регистратора / Петров К. // Рынок ценных бумаг. – 2016. – № 3. – С. 32–37
- 26 Петренко, А. Какой анализ выбрать – фундаментальный или технический? / А. Петренко // Рынок ценных бумаг. – М., 2017. – № 14.
- 27 Потапов, В. Перспективы отрасли управления активами в 2017 году / Потапов В. // Рынок ценных бумаг. – 2017. – № 1. – С. 11–15.
- 28 Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса. - М.: "Омега-Л", 2007. - 437 с.

- 29 Рязанов Б. Теории портфельного инвестирования и их применение в условиях российского рынка // Рынок ценных бумаг – 2014. – №2. – 59 с.
- 30 Соловьёв, Д. Анализ влияния регулирования и технических факторов на развитие биржевой торговли российскими акциями / Соловьёв Д. // Рынок ценных бумаг. – 2013. – № 9. – С. 4–7.
- 31 Суверов С., Фундаментальный анализ на российском рынке. Обобщение опыта / С. Суверов // Рынок ценных бумаг. – 2016. – № 17. – С. 21–34.
- 32 Хаертфельдер, М. Фундаментальный и технический анализ рынка ценных бумаг / М. Хаертфельдер, Е. Лозовская, Е. Хануш, - СП-б. : Питер, 2005. – 352 с.
- 33 Шевченко Г.Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. – М., Статут. 2006. – С. 67.
- 34 Шепелев В. Привилегированные акции и некоторые особенности их оценки // Рынок ценных бумаг. - М., 2015. - N 13. - С.57-61.
- 35 Шохин Е.И., Финансовый менеджмент: учебное пособие / под ред. проф. Е.И. Шохина. – М. : ИД ФБК –ПРЕСС, 2014. – 345
- 36 Ческидов Б.М. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: уч. пособие /Б.М. Ческидов. – М.: ЭКСМО, 2016.
- 37 Чиркова Е. Как оценить бизнес по аналогии: Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов / Е.В. Чиркова. – 2-е изд., испр. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 224 с.
- 38 Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. "Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях", - М.: Альпина Паблишер, 2004. - 332 с.
- 39 Яковлев В.И. Гражданско-правовая характеристика институтов рынка ценных бумаг в России: Учебное пособие. – Белгород., ОН и РИО БелЮИ МВД России. 2017. – С. 37.
- 40 Федеральный закон от 26 декабря 1995 г N 208-ФЗ "Об акционерных обществах в Российской Федерации".

- 41 Об оценочной деятельности в Российской Федерации: федер. закон [от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ : в посл. ред. от 28 декабря 2010 г.] –
- 42 Электронный ресурс – Справочная правовая система «Консультант - Плюс».
- 43 Обзор рынка «Ключевой элемент», выпуск №1 2017 [Электронный ресурс], режим доступа: http://www.uralkali.com/ru/press_center/market_news/
- 44 Устав открытого акционерного общества «Уралкалий» [Электронный ресурс]: № 35 от 05 июня 2013 г – Режим доступа: http://www.uralkali.com/ru/about/corporate_governance/regulatory_documents/ustav_i_izmen/
- 45 Финансовые результаты ОАО Уралкалий за 2016 [Электронный ресурс], режим доступа: http://www.uralkali.com/ru/press_center/company_news/item20941/
- 46 Интернет-сайт Министерства экономического развития России www.economy.gov.ru.
- 47 Интернет-сайт Центрального Банка Российской Федерации <http://www.cbr.ru/>

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Отчет о прибылях и убытках ПАО Уралкалий за 2016 год

ПАО «УРАЛКАЛИЙ»

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ ИЛИ УБЫТКЕ ЗА 2016 ГОД

(в миллионах российских рублей, при отсутствии указаний об ином)



	Прим.	2016	2015
Выручка	21	151 731	189 189
Себестоимость продаж	22	(36 854)	(34 670)
Валовая прибыль		114 877	154 519
Коммерческие расходы	23	(36 433)	(36 686)
Общие и административные расходы	24	(10 329)	(9 563)
Налоги, кроме налога на прибыль		(1 704)	(1 513)
Прочие операционные расходы, нетто	25	(854)	(2 641)
Операционная прибыль		65 557	104 116
Финансовые доходы/(расходы), нетто	26	51 491	(92 513)
Прибыль до налогообложения		117 048	11 603
Расходы по налогу на прибыль	27	(22 090)	(1 453)
Чистая прибыль за год		94 958	10 150
Прибыль/(убыток), приходящаяся на:			
Собственников материнского предприятия		94 967	9 996
Владельцев неконтролирующих долей		(9)	154
Чистая прибыль за год		94 958	10 150
Средневзвешенное количество обыкновенных акций в обращении (млн. штук)		1 417	2 199
Прибыль на акцию – базовая и разводненная (в рублях)		67,02	4,55

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Отчет о финансовом положении ПАО Уралкалий за 2016 год

ПАО «УРАЛКАЛИЙ»

КОНСОЛИДИРОВАННЫЙ ОТЧЕТ О ФИНАНСОВОМ ПОЛОЖЕНИИ НА 31 ДЕКАБРЯ 2016 ГОДА

(в миллионах российских рублей, при отсутствии указаний об ином)



	Прим.	31 декабря 2016 года	31 декабря 2015 года
АКТИВЫ			
Внеоборотные активы			
Основные средства	8	136 123	122 660
Предоплаты на приобретение основных средств и нематериальных активов		11 333	9 796
Гудвил	9	58 991	58 991
Нематериальные активы	10	174 048	176 739
Отложенные налоговые активы	27	2 876	4 134
Предоплата по налогу на прибыль	11	1 591	5 992
Заем выданный	6	11 450	-
Предоплата по банковским комиссиям		4 938	192
Прочие внеоборотные активы		218	229
Вложения в ассоциированную организацию		1 452	1 466
Итого внеоборотные активы		403 020	380 199
Оборотные активы			
Запасы	12	9 829	9 492
Торговая и прочая дебиторская задолженность	13	15 865	29 141
Авансы выданные		1 668	1 844
Предоплата по налогу на прибыль	11	1 994	6 178
Прочие финансовые активы ¹		4 141	4 927
Денежные средства с ограничением использования	14	-	14 577
Денежные средства и их эквиваленты	14	90 107	81 037
Итого оборотные активы		123 604	147 196
ИТОГО АКТИВЫ		526 624	527 395
КАПИТАЛ			
Акционерный капитал	15	1 054	1 054
Выкупленные собственные акции	15	(798)	(713)
Эмиссионный дисконт		(113 813)	(80 263)
Нераспределенная прибыль		129 903	34 830
Капитал собственников материнского предприятия		16 346	(45 092)
Неконтролирующие доли		401	410
ИТОГО КАПИТАЛ		16 747	(44 682)
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Долгосрочные обязательства			
Кредиты и займы	17	278 456	260 861
Облигации	18	35 324	42 336
Обязательства по выплатам по окончании трудовой деятельности		2 088	2 066
Отложенные обязательства по налогу на прибыль	27	35 135	27 486
Оценочные обязательства	16	9 989	8 008
Обязательства по производным финансовым инструментам	19	7 506	26 101
Итого долгосрочные обязательства		368 498	366 858
Краткосрочные обязательства			
Кредиты и займы	17	110 832	169 487
Облигации	18	155	276
Торговая и прочая кредиторская задолженность	20	13 542	14 858
Авансы полученные		3 009	1 688
Оценочные обязательства	16	2 616	814
Обязательства по производным финансовым инструментам	19	9 303	16 579
Текущее обязательство по налогу на прибыль		460	92
Прочие налоги к уплате		1 462	1 425
Итого краткосрочные обязательства		141 379	205 219
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		509 877	572 077
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ		526 624	527 395

Утверждено и подписано от имени Совета директоров 13 марта 2017 года.